

PEARSON

欧洲股神投资28年获取147倍的秘密

彼得·林奇最热诚推荐

——称之为“世界上最杰出的投资者” “最优秀的基金经理”

安东尼·波顿的成功投资

Investing Against the Tide

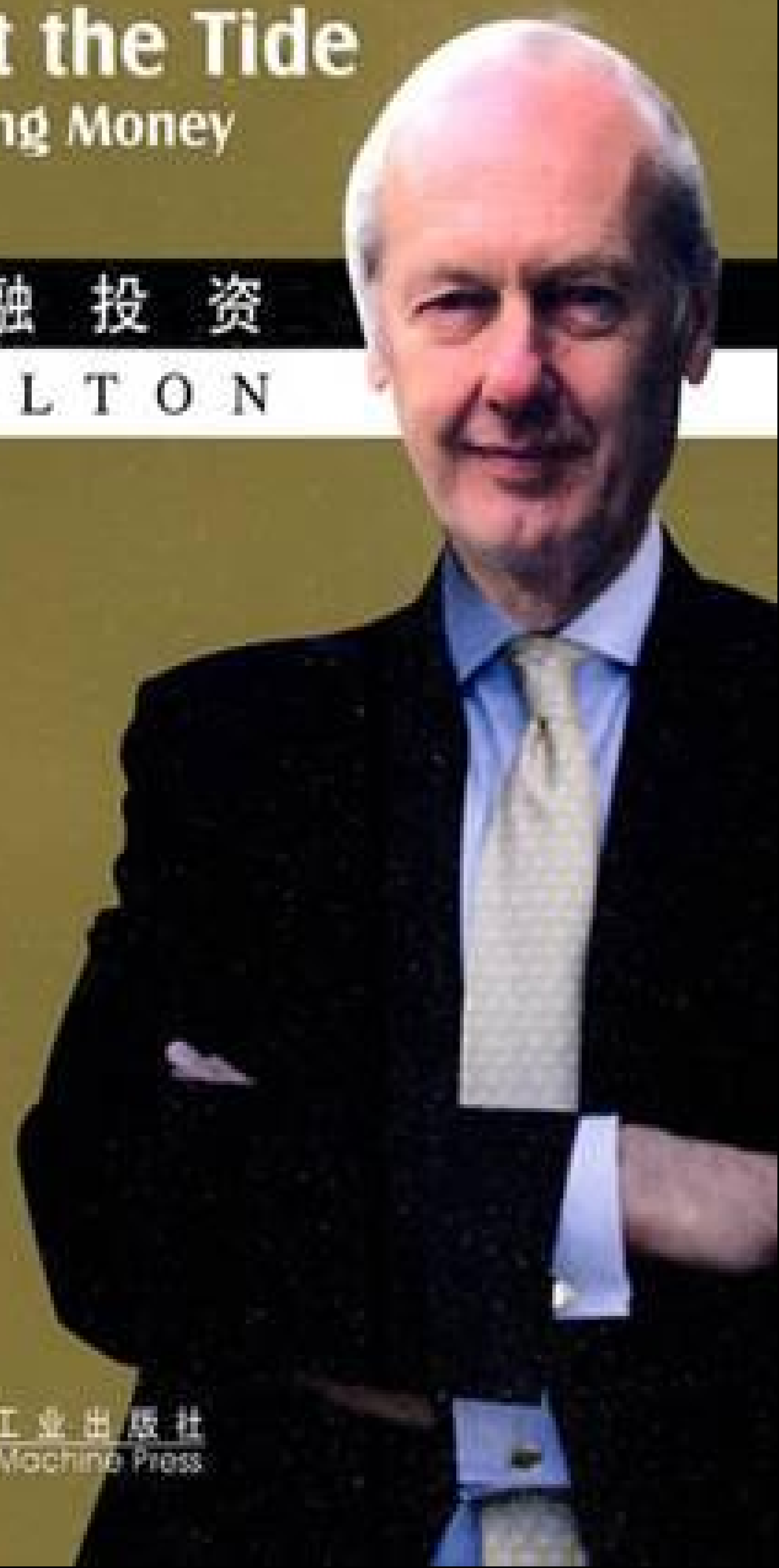
Lessons from a Life Running Money

华章经典·金融投资

ANTHONY BOLTON

〔英〕安东尼·波顿 著

寇彻 译





机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

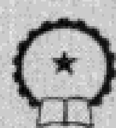
安东尼·波顿的成功投资

Investing Against the Tide

Lessons from a Life Running Money

华章经典·金融投资

ANTHONY BOLTON



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Anthony Bolton. Investing Against the Tide: Lessons from a Life Running Money.
ISBN 978-0-273-72376-9
Copyright © Anthony Bolton 2009.
This translation is published by arrangement with Pearson Education Limited.
Published by arrangement with the original publisher, Pearson Education, Inc. This edition is authorized for sale and distribution in the People's Republic of China exclusively (except Taiwan, Hong Kong SAR and Macau SAR).
All rights reserved.

本书中文简体字版由Pearson Education Limited授权机械工业出版社在中华人民共和国境内（不包括中国台湾地区和中国香港、澳门特别行政区）独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问　北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2010-1037

图书在版编目（CIP）数据

安东尼·波顿的成功投资／（英）波顿（Bolton, A.）著；寇彻译. —北京：机械工业出版社，2010.3
（华章经典·金融投资）
书名原文：Investing Against the Tide: Lessons from a Life Running Money

ISBN 978-7-111-30024-3

Ⅰ. 安…　Ⅱ. ①波…　②寇…　Ⅲ. 股票－证券投资－基本知识　Ⅳ. F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字（2010）第038408号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号　邮政编码　100037）
责任编辑：宁　姗　　　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2010年3月第1版第1次印刷
170mm × 242mm · 11.5印张
标准书号：ISBN 978-7-111-30024-3
定价：28.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）88379210；88361066
购书热线：（010）68326294；88379649；68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中文版序

2003年秋天，我首次造访中国内地，那是由高盛集团为高级投资人组织的集体访问。与其他人一样，中国内地的所见所闻给我留下了深刻的印象。这次访问点燃了我对中国证券市场的兴趣，而且这种兴趣经久不衰。不久，我找了个机会再次回访。此后，每年我都会到中国内地访问，几乎半年一次。访问时，我主要是和公司管理层进行会谈。这些访问让我意识到中国市场的巨大潜力。今年，我将到香港经营一个投资基金，它将开启我事业的新篇章。

访问时，我有时会在北京和上海的商学院发表演讲，给学生们讲述自己的投资理念和个人观点。演讲中，学生投资知识的丰富以及所问问题的深度深深地震撼了我。看来，在中国，年轻人对股票市场拥有巨大的兴趣和热情。

现在，我的《安东尼·波顿的成功投资》一书将由机械工业出版社出版，通过这本书读者会了解我的投资生涯。本书阐述了我的投资理念和投资过程。对那些想了解股市运作机制、好的投资方法以及如何才能成为一个成功投资者的人来说，本书会有所助益。

对我来说，走上投资之路其实事出偶然，因为大学毕业时我既不知道自己想干什么，也不知道以后会做什么。但最终我非常幸运地踏上了这条路，这是当今最有趣、最激动人心和回报最丰厚的领域。



祝投资愉快！

安东尼·波顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有关约翰逊先生（富达国际创始人）的一封信

约翰逊先生对投资明星的态度

资料来源:《机构投资者》(1984年7月)

你好，先生!

在爱德华 C. 约翰逊先生的讣告下方，您附上了对杰瑞·泰的采访，这篇采访让我想起了20年前杰瑞·泰离开富达的日子。

当时，富达所有的推销员都在准备公司年会，他们期待能与杰瑞·泰这样的投资天才一起合作，所以他的离开对我们是一大打击。在奥什科什（富达国际所在地）解雇经纪人时，怎么可以不向对方讲一讲杰瑞·泰的传奇呢？（让对方觉得因失去和杰瑞·泰合作的机会而感到后悔。）

当时，约翰逊先生把我们召集到一起，给我们讲了一些道理。这些话是很有预见性的，在以后其他投资明星离开团队时也得到了证实。他说：“不要忘了，明星只有在他们的成长阶段才能创造出最佳业绩。这不仅适用于体育领域、艺术领域，也同样适用于投资领域。一旦创造了这种辉煌，以后他们就再也达不到这种巅峰状态了。”

之后，他讲了最重要的部分：“当他们离开的时候，就把机会留给了团队中的其他人，让留下来的人得以实现自己的传奇。”

最后，他总结道：“因此，我们无须担心，因为我们已经成功地设计了一套系统，这套系统能让所有人有所发展。目前，我们的这套系统依然生机勃勃，富有成效。”

这就是约翰逊先生，他很清楚投资的运作方式。

杜瓦尔·赫特

丹佛，博星公司

PDG

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

Foreword

对任何一本书而言，撰写序言都有一个好处，那就是有机会通过序言来影响读者的第一印象。为这本书撰写序言我感到非常荣幸，我也很高兴告诉大家——你们手中的这本书凝结着世界上最杰出的投资者的远见卓识。

想取得投资成功，你就要付出辛勤和汗水。在阅读本书时，一定要明白勤奋工作的重要性。同时也要注意一点——只有在研究和分析上不断取得成果，你才可以保持长久的成功。如果留心那些“成功投资人”，你就会发现被媒体称为“投资天才”的人在一鸣惊人之前都在不停地做着研究分析工作。这些研究分析工作让他们获得了信息优势（有时，这些信息起着决定性作用）。这种信息优势，加上胆识、灵活性、准确的判断力以及客观的预判，成就了安东尼·波顿几十年来创纪录的投资业绩。在书中，安东尼详细地描述了他的投资理念，以及几十年来采用的投资方法。

投资时，勤奋工作、信息优势和灵活应对是最重要的。没有什么比“玩玩市场”这样的陈词滥调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更能危害投资者财富了。在大多数人看来，选股就像游戏或者赌博，比如轮盘赌那样——玩儿的时候主要靠运气。但是，股票既不是彩票也不是赌桌上的筹码。与它们相比，股票有很大不同。股票的背后是真实的人经营的公司。但这些公司可以在一个流动的市场上买卖，并与那些有所不同、不断变化的竞争对手竞争。

个股的涨跌自有其原因，我们可以发现这些原因，而且这些原因常常就在我们眼前，但这并不意味着你能轻易找到它们。每只股票都有很多因素要考虑，无论是主观的还是客观的。在我们决定买入或卖出时，通常都要考虑很多不同的客观事实与分析结论。所以说尽管运气起了一定作用，但聪明的投资者一定要谨记美国体育经纪人——布兰奇·里基的话：好运随谋划不期而至！

在当今这个信息泛滥的时代，投资者可以接触到过去只有华尔街资深分析师才能得到的资料。然而，从数以千计的上市公司中筛选出那些最有可能保持成长、提升盈利及增加股票内在价值的公司，依旧是一项非常艰巨的工作。不过更艰巨的可能是决定何时以及如何去承认错误，以及如何避免犯错。每年，我们都会犯不计其数的错误。

在本书中，你将看到投资赢家的独特之处。那就是在投资时搜寻得更广，挖掘得更深，保持思想开放（包括那些让你犯了错误的投资点子）。那些做了更多功课、比较过更多投资想法以及不受过去投资决策影响的人，是最有可能取得成功的。本书向我们展示了这些经过历史检验的成功理念，而且是由一位有着独特经历的资深基金经理讲述。本书的面世，让我们得以窥见一位真正享有盛誉的世界级投资大师的思维理念和投资方法。

安东尼在长时间的市场背离中能够坚持自己的观点，主要得益于其丰富的研究和知识架构，正是这两者给了他力量，但这并不会让他变得刚愎自用。买进股票的原则同样也适用于保留现有持股。当一只股票的基本面恶化时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他也不会因为个人观点和私人感情而做出不明智的决策。读这本书时，读者可以身临其境般地经历这种投资历程。因此，本书带给读者的就不只是乐趣了。读者将从这种历程中学到很多，并感受到其中的乐趣，或许更可以得到启发，从而转变成一个真正的投资者。

说到“好运随谋划不期而至”，富达无疑是幸运的，因为我们最精明的高级领导人——比尔·伯恩斯在25年前就发现了安东尼·波顿的投资天赋。自1979年以来，安东尼日益成为富达国际的重要支柱人物。这不仅是因为他管理的基金创造了最丰厚的投资回报（以至于吸引了众多资金），还在于他的工作方式和判断能力（给富达集团一代又一代的分析师和基金经理带来了影响）。

这种影响一直持续到2008年。那时，安东尼正从一名全职的资金管理人退居二线，转身成为一名投资导师。在这方面，我认为没有几个人比他更胜任。安东尼不仅有着和蔼可亲的性格，也善于与别人合作，正因为如此，他才取得了享誉世界的成就。所以，那些同样渴求信息优势的人也会将消息告诉他——他实在是一个很好的聆听者。与他交谈，你会感受到99%的轻松与1%的热情，因为他拥有最英式的性格——热情中的从容以及奔放中的冷静。这正是基金经理最重要的品质。亲爱的读者，你们也许已经发现了他知识的广度和深度——这是无人能够超越的。幸运的是，我很早就发现了这一点。

这些年，我和安东尼探讨过很多股票，现在浮现在我脑海中的是美体小铺国际公司。我们二人都持有过这只股票，不过是在公司的不同发展时期。时至今日，我仍能想起我们对其的讨论。这家公司最初前途一片大好，但走入歧途——在财务困境中挣扎了很多年。不过在被欧莱雅收购之后，它凭借着良好的资产负债状况、成功的经营手段以及正确的竞争策略，又重新崛起。在此，我想感谢安东尼，感谢他与我之间的热烈交谈——我们针对这家公司和其他公司都进行了交谈，并彼此交换了意见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我和安东尼的投资风格有所不同，这已被评论家看到。那我就以此作为序言的结尾吧！在作为基金经理的那些年中，我得到了很多报道和评论，它们中的大多数都对我很慷慨。但是如果能把我和安东尼·波顿放在一起，那将是对我的最大恭维，因为这种比较意味着将我归于最优秀的基金经理行列之中，对此我深感荣幸。

彼得·林奇



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

Foreword

作为富达投资集团的顶级基金经理，安东尼·波顿在其25年的职业生涯中创造了20.4%的年复合收益率，这一业绩足以让他比肩任何投资大师，与沃伦·巴菲特、彼得·林奇这类投资大师相比也毫不逊色。在彼得·林奇为这本书做的推荐序中，你会看到他发自内心的赞美——"如果能把我和安东尼放在一起，那将是对我的最大恭维！"

书中，安东尼·波顿详细阐述了自己的投资理念和投资方法。正如俗语所说："幸福的家庭都是相似的。"投资大师们的理念也极为一致。阅读本书，你将在安东尼·波顿的引领下，感受到成功投资的两大秘诀：勤奋与客观。

在投资领域，你不会找不到答案，关键是要明白应该向谁发问和问什么问题。资本市场越发展，投资的领域就越广。目前，我国国内资本市场正在快速发展，股市、期市、汇市、黄金市场、收藏品市场都在迅猛成长。同时，在这个信息爆炸的时代，人们往往被信息湮没。该怎么办？唯有勤奋！作为



基金经理，眼界必须开阔，眼界越开阔，挑选范围

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就越大，能找到的好的投资机会也就越多——这自然有助于你取得成功。这里的勤奋是指：广泛搜集信息与做深、做透分析工作。

在搜集资料时，波顿的触角之广让人吃惊——数不清的内部讨论、众多的投资咨询机构、40位经纪人、数十位分析师以及频繁的公司拜访。这种勤奋让我们动容。而在分析时，富达公司的模型之多、之精细，以及波顿复核之认真也让我们明白投资确实是说易行难。

不过在此不得不说另外一点：富达投资集团的内部晋升制度和基金经理之间的激烈竞争也是安东尼·波顿以及彼得·林奇这类基金经理不得不拼命工作的原因。彼得·林奇在事业的高峰离职恐怕也有这方面的压力。

投资是一个比较过程，比较得越详细、越客观，投资业绩就越好。而保持客观需要两个前提：得到全面完整的信息以及摒弃个人主观色彩。然人之所以为人，就是因为人有自己的感情和主见。所以，我们无法做到百分之百的客观。因此，波顿采取了尽可能扩大消息来源，以及取得正反两面资料，并仔细比对各个投资项目的做法。正所谓“有比较，才知道美丑”。

我们仍应努力塑造自己的性格，保持客观与理性。在这方面，要学习波顿的性格——热情中的从容，以及奔放中的冷静。证券之父本杰明·格雷厄姆曾说：“投资时，性格比智商更重要。”资本市场在给人们带来便利的同时（让人们更方便地兑现），也给人们带来了灾难——让人们更容易做出冲动决策，更愿意赌一把，以及更酣畅淋漓地表现出羊群效应。

资本市场的基础是实体经济，相对而言它是客观可测的，所以可以很好地评估资本市场。这正是我们所说的称重机。但资本市场和实体经济有所区别，也有其自身特色，这一点使得参与它的普罗大众成为资本市场的投票器。罗马不是一天建成的，同样，实体经济也不会在一天之内出现大幅波动。但资本市场却经常出现过山车现象。因此，我们应该在实体经济的基础上评估资本市场，评估它是否对经济反应过度。这样，你就能利用人类的贪婪和恐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惧为自己服务。这正是波顿在投资时所提倡的。

投资的分析方法有很多，但成为体系的只有基本面分析和技术分析。从历史来看，基本面分析更成功，而技术分析则往往被人斥为无理由、无根据。波顿对这两者的态度则让我们回味——“骨子里我是一个基本面分析师，但我也会用技术分析来校验”。甚至他还说：“如果我被困在一个荒岛上，只能用一样东西来投资，那我会选择股价图。”

基本分析人士看到这一点可能感到很不理解，会想：这哪是价值投资者的做法啊！但这一点恰恰反映了投资大师的实用至上主义——什么有用，就用什么！他们不会将自己局限在某一处，或标榜自己属于哪一派系而禁锢住自己的思维和行动。技术分析的本质是分析各个参与者之间的力量对比，以此来判断当前趋势能否持续。从这个意义上说，技术分析是有坚实的理论基础的。毕竟，即使一只股票被低估，如果没人发现这一点并引起其他人关注并投入资金，那它仍将一直处于低位。因此，了解竞争对手是很重要的。波顿在投资时总要看看自己是不是最先知道消息和最先采取行动的人，考虑的就是这一点。

评估公司时，波顿也看中巴菲特所讲的“护城河”、诚实干练的管理层，以及可预测的现金流。不过他对资产负债状况的特别强调让投资者有所警醒：盈利多少是公司效益的重点，但资产负债好坏则是关系到企业生存的头等大事。在动荡的商业世界中，生存往往比盈利更重要，能存活下去则有翻身的机会，否则即使存在高盈利也有可能猝死。这正是投资者要避免的。

同时，波顿在估值时采用的方法也独具一格。他决定买进或卖出的标准不是数字，而是自己对其的信心程度。这道破了投资之道：投资是一门艺术，而非一门科学，并不是非对即错。而且很多时候，你并不知道因何而赢（当然，你可能知道自己是因何而败）。所以，你要有自己的投资标准，尽管它不会百分之百准确，但你应该知道你采用的是一套经过历史检验、胜率很大的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准。

有的投资大师喜欢做被动投资，即不参与公司管理。我们无法评论这是否正确，因为投资从来就没有标准模式——只是在恰当的时候做了恰当的事而已。不过波顿的做法（即他所说的"行动主义"）值得学习："对优秀的管理层就做被动投资，而对那些糟糕的管理层则要勇于开刀。当然，要低调行动。"归根结底，提高盈利才是关键。

本书开篇是有关富达国际创始人约翰逊先生的一封信。这篇文章放在开篇让人有很多猜测。不知是安东尼·波顿为富达体制的优越感到自豪（得到富达培养，并成为今天享誉世界的投资大师），还是为过去多年兢兢业业工作，担心某一天被炒鱿鱼而感到不满（在一个优越但又残酷的体制面前，即便是优秀的人才也面临着压榨）。谁能问问他呢？

然而，不容否认的是富达体制的成功，至今为止它已经培养出众多的投资大师。股仙——彼得·林奇，以及安东尼·波顿就是其中的代表。这种体制，既能培养出优秀的人才，也能留住宝贵的财富——这些培养出的投资天才。即使天才离去，整个团队也不会因此受损，这也是我国国内基金业需要学习的。

中国目前还处于证券化初期，无论是从制度上还是从投资品种上，我们都落后于欧美国家。证券化的本质是财富再分配，如何在这个过程中实现自己的财富增值是国人需要思考的。所谓时势造英雄，正是这种不成熟给投资者提供了机会。但不成熟也给投资者带来了难题，如何将欧美的成功经验应用于国内资本市场？

决定资本市场的是利益。在西方，这个利益就是经济利益或者说是回报率。但在中国，利益有所不同，或者说我们今天的市场还不是完全市场化的，那么什么利益和谁的利益才是最重要的考量呢？投资者需要对这个问题予以回答，回答了这一点，也就找到了投资之道。当然，你也就学到了波顿不拘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一格的投资方法。

最后，希望中国有一天能出现像波顿、林奇这样的基金经理，带领中国投资人士驰骋于世界资本市场！

感谢刘军平院长、汪涛教授、张国庆教授在翻译中给予的宝贵支持，也感谢我的家人和朋友给我的帮助，谢谢你们！

寇 彻

东湖之滨



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不知道在世人眼中，我是一个什么形象。但对我来说，我只是一个在海边嬉戏的男孩，在不经意间发现了更光滑的鹅卵石以及更漂亮的贝壳，而眼前浩瀚无垠的真理海洋还未被探知。

——**牛 顿**



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免责声明

在此声明：读者和其他人因阅读本书而产生的损失（不论是买进带来的损失还是卖出结算所带来的损失），本书作者和出版社概不负责。

敬请读者注意：本书作者不推荐购买或出售任何形式的金融保险产品，对公司的注解也只是为了让读者更易阅读。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前 言

Preface

在前往加勒比海的波音777飞机上，我开始写这篇前言，当时飞机正处于36 000英尺的高空。现在是12月29日，已处于年末，2007年的市场已经结束，只有12月31日还能继续交易（即下个星期一）。我只有一天时间，之后就要离开富达投资基金了（我曾为这只基金忙碌了整整28年）。同时，这也意味着我将从基金管理和选股中退出。此时，我有一种奇怪的感觉——28年来每天早上一起床就开始为这些事忙碌（之前的两三年也是如此）。尽管离开会给我更多的时间发展其他爱好，但我还是感觉有点悲伤。以后，我将不再继续那种超负荷的工作——每天分析各种资料、报告、邮件、语音邮箱、会议等；也不用跟我的基金团队进行交流（基金共有30余名经理和60位分析师）。过去，读公司的预算报表、检查其资产负债表、记录某个主管的谈话要点、分析某位分析师的最佳创意，以及将交易下发给交易员，是我的日常工作。当这一切都离我而去时，我突然有些难以置信。不过，我相信自己未来还会做一些



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类似的事情。因此，我现在真正想做的就是把我几十年来学到的理念和核心知识传承下去，这将是我接下来几年最重要的事情。我首先希望我的同事能够接纳这些，其次还希望把这些知识奉献给更多的读者，这也是我写本书的原因之一。书中的很多资料来自我和其他富达基金经理的讨论，这些资料也用于训练分析师和基金经理。我和乔纳森·戴维斯合著的第一本书已包含了我对投资方法的部分解释，但我希望能通过本书更详细地介绍我的所学所思。本书的读者群既包括专业投资人士，也包括业余投资者。不过从个人角度来讲，我希望它能得到更多私人投资者的青睐。

投资没有新知识，我会不时提到那些我从其他人身上学到的东西，而且会经常引用他们的理论。（如果他们并没有因此受到褒奖，那我会感到非常遗憾。）同时，我也引用了他们的赚钱格言。最初，在做投资时，我就是把这些知识融为一体的。正如聪明老练的投资者尼尔斯·陶布（在我写这本书的时候他已经去世了）所说，抄袭是成功投资的关键——我完全同意他的说法。投资是一项让人着迷的活动——看起来很简单，但当你采访那些非常专业的投资者时，他们会告诉你投资比想象中困难得多。同时，我也看到许多精明勤奋而又深思熟虑的人，他们在很多事情上都成功了，但在投资上却遭遇了滑铁卢。为什么？因为投资并不像看起来那么容易，“一直做好而从不失败”更是难上加难。低买高卖操作起来会有很多障碍。

我之所以将本书命名为《安东尼·波顿的成功投资》，是为了反映我与众不同的投资方法——保持愉快并让自己安心，以及逆势投资而非随波逐流。本书主体分两部分：“投资方法和实践”以及“投资经历和思考”。在前一部分，我阐述了挑选公司、拜访公司、评价公司管理层、看待股票波动的态度、平衡个人感情对投资的影响，以及构造投资组合等问题。

买低卖高并不是那么容易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，我也讨论了公司的财务风险、资产负债风险、我的投资失误、技术分析、收购兼并、反转型股票、交易，以及如何使用技术分析。随后，我介绍了我的信息渠道、经纪人、交易方法，以及在我看来能成就优秀基金经理的12项素质。在后一部分中，我介绍了一些我认为很有意义的拜访，以及我最好及最差的投资。当然，我也会告诉大家，在我职业生涯的高潮和低谷中，我如何运作基金。至于书末，我则写下了我对投资行业近况的观察。

书的开篇是有关约翰逊先生（富达国际创始人）的一封信，这封信是他对明星基金经理的点评。它阐述了富达国际投资集团与众不同的特质。同时，我也介绍了我的投资生涯。

希望本书能让老练的投资者从中受益，我也努力以这种方式写作。但是使用某些术语还是让我感到不安，对这些术语逐个解释简直让人发疯，因此我尽量避免使用术语。同时，本书也并非教材，所以我也不用给出这些术语的确切定义（现金流、企业价值等）。

在书的后半部分，我探究了成就一个优秀投资人的各种素质。在这个行业待的时间越久，我就越看重其中两个方面——常识和性格。如果能运用逻辑客观独立地思考问题，并在别人头脑发热时保持清醒，那你就拥有了成功投资者的基本素质。

安东尼·波顿



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

Contents

中文版序

有关约翰逊先生（富达国际创始人）的一封信

推荐序

译者序

免责声明

前言

第一部分 投资方法和实践

第1章 评估公司和拜访公司／3

第2章 公司高管应有的品质／11

第3章 买股时的投资理由／17

第4章 情绪——投资的重要一环／21

第5章 如何配置你的投资组合／25

第6章 评估企业财务状况／33

第7章 评估风险／37

第8章 估值方法／43





全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章　目标收购公司/ 49
第10章　我最喜欢的股票/ 55
第11章　交易技巧/ 61
第12章　使用技术分析和图表/ 65
第13章　我的信息来源/ 73
第14章　经纪人的重要性/ 77
第15章　时机把握和市场运行规律/ 81
第16章　在业绩不好时，你应做什么/ 89
第17章　成就优秀基金经理的12项品质/ 93

第二部分
投资经历和想法

第18章　一些重大的会见/ 103
第19章　我最好和最差的一些投资/ 121
第20章　投资行业的变化/ 135
第21章　对未来投资管理业的看法/ 143

第三部分
安东尼·波顿的投资经验总结



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分

Part 1

投资方法和实践



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章 Chapter1

评估公司和拜访公司

均值回归是资本主义的不变法则

许多应该上涨的股票正在下跌，而许多应该下跌的股票却被疯狂追逐。

——《证券分析》(由本杰明·格雷厄姆和戴维·多德合著)

你应该投资傻子也能经营的公司，因为未来某一天公司一定会遇到这种情况。

——沃伦·巴菲特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找企业的商业特权

当我评价一家公司时，我的投资也就开始了。它所处的行业如何，生意能否持续？各个企业都是不同的，但少数企业拥有大多数企业所没有的优势。大多数企业会随着时间的变化而变化，这取决于很多因素。如新竞争对手的出现、环境的改变等。查理·芒格——巴菲特在伯克希尔-哈撒韦公司的商业伙伴，会调查企业在各个方面的竞争优势。比如，市场地位、商标、产品、雇员、销售渠道，以及市场变化导致的市场定位等方面的问题。他把企业的竞争优势比做“护城河”——一道抵御竞争的实质障碍。优秀的公司有更宽、更持久的护城河，而大部分公司则会陷入“竞争性破坏力量”的包围。

总的来说，拥有特权的企业比那些没有特权的企业更容易赚钱，而一个公司的生存能力也很重要。我经常问自己这样一个问题：未来10年这家公司在同行业中表现突出，并且价值增长的可能性有多大？让人惊奇的是，很多企业都没能通过这个测试。有的生意能满足今天的市场条件和需求，但你无法预测10年后市场需求能否继续保持。另一个重要问题是：这个企业在多大程度上是依靠自身力量来发展的（其生存不受外界因素的影响）？比如，那些对利率和通胀敏感的企业就比不上那些对此不太敏感的企业。某些出口商很容易陷入这种困境。我很清楚地记得这样一

> 优秀的公司有更宽、更持久的护城河。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家企业。几年前，一家中等规模的位于英国的化工企业将它的大部分产品销往欧洲大陆。在当时的英镑/欧元汇率下，这家企业的生意很好，但我发现：如果汇率上涨15%，那它就没有生意，至少利润会大幅缩水。因此不对其投资是一件很容易决定的事。故而我喜欢那些掌握自己命运并对环境因素不太敏感的企业。(尽管所有企业都在某些程度上依赖于周围环境。)

我也喜欢相对简单的企业。如果某项生意很难理解，那我很乐意将它排除在外——还有很多简单易懂的生意。有时候，你能用一些指标来概括公司的财务状况。例如，评价银行时，账面价值和投资回报率就很重要。最近，富达基金的一个竞争对手就评论说人寿保险公司不是一个好行业，其资金管理费率太高（据说是2%），除非采用高风险投资，否则很难创造长期价值。因此，核心财务比率也是决定某个商业模式是否有吸引力的关键。

> 如果某项生意很难理解，那我很乐意将它排除在外。

我追求的另一个重要特征，就是这个企业能否在一个中期经营中产生现金流。我坚信产生现金的企业会优于那些消耗现金的企业。正因为如此，我在投资组合中对服务型企业和生产型企业给予了不同配置。那些不需要大量资本就能够发展起来的企业对我特别有吸引力。估值时，现金回报率是评价一家公司吸引

> 我追求的另一个重要特征，就是这个企业能否在一个中期经营中产生现金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的最终尺度。如果要在现金流和成长率之间做出选择，我更倾向于现金流，这就像大多数私募股权投资者所做的那样。从长期来看，企业的复合回报率很少能达到10%——均值回归是资本主义的不变法则。对大多数公司来说，用于评价它们绩效的财务统计指标，如销售增长率、利润率和资本回报率，都会随着时间推移而回归平均水平。这同样适用于估值，有时候甚至也适用于评估管理者的能力。

拜访公司

投资中，我最主要的收获就是拜访那些我投资的企业或者准备投资的企业，并与其管理层进行会谈。在拜访不太熟悉的企业时，我会花很大一部分时间来提问。通过提问，我可以非常清楚地了解这个公司的特点——它的优势和劣势。首次会晤对象无须是它的CEO，公司投资关系部的员工对企业的详细描述和评价也是非常有帮助的。当然，接下来我也希望能与CEO面谈。

几十年来，拜访方式发生了很大变化。以前，与公司管理层会面是非常困难的，尤其是欧洲的一些公司，而且它们对为什么要与它们会面有所误解。所以如果你想要举行一次会谈，地点只能在它们的办公室（不会有其他任何选择）。而在伦敦，这样的会谈则通常是发布会的形式（多数情况下，午餐都是在经理人的办公室里解决）。现在，虽然还会去它们公司——在它们的会议室里进行面对面的交谈，但更多时候则是在我们的办公室里进行一对一的会面。如今，很多经纪人为自己的机构客户提供上述服务，而且美其名曰“门房服务”。一位

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尖刻的经纪人发现许多公司都热衷于此（希望受到各路投资者的追捧），搞得这类活动现在有点像游乐场。但服务对象只是那些经常合作的机构投资者，个人投资者不在此列。他们想要大家觉得成为他们的股东会比成为其他公司股东更有吸引力，并希望这种做法能吸引潜在的投资者，让股东成为长期持股人。不可否认，这个方法确实起到了一定作用。

拜访公司前的准备

在拜访公司前，我会查看一些东西。首先，我会查看它的股价图，可能是公司近3年、5年或者10年来的股价图，看看它的市场表现。接着，我会查看一些估值指标，我青睐那些尽可能长的估值指标，如市盈率、市净率、市销率，以及企业价值/息税前收益，如果可能，需要查看20年来的数据，至少要包括一个完整的经营周期。少于10年的数据资料可能会误导我，因为它无法充分反映商业状况的变化。我想知道它目前的估值与历史估值的对比——是低是高还是持平（当然，目前估值比历史低的更让我感兴趣）。然后，我会看一下董事会成员的历史记录，以及前20名股东的信息（而大部分投资者对此不甚关注），我会看看持股是集中还是分散。有时机构持股者名单可以带来某些信息。我对一些机构的评价很高，如果有一两家这样的机构在里面，那就是很正面的消息，我也会看一下公司内部人员的持股情况。此外，我也会查看一下财务报告（H-Score报告，见第7章），例如一张反映近期净资产状况的报表，看看它随着时间推移是如何变化的，或者是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张评级表，因为它会对企业存在的问题给出提示，也会表明券商是否喜欢公司的股票，以及表明机构投资者的持股价格是高是低。当然，我也会看一下盈利是增是降，这样我就能一眼看出未来期望值会变好还是变坏。之后我会看一下公司的最新财务数据（我喜欢实时了解最近的报告，这样我就可以更有效地和公司管理层讨论）、公告和媒体报道。关于财务报告我更喜欢读原始文件，因为券商或媒体的摘录经常会把管理层精心准备的陈述删掉。通常，我会读数份券商报告，最好正面和负面的都有，然后读一下我们内部的报告和财务分析。最后，也是最重要的，就是回顾一下自己上次的会谈记录。

我喜欢读企业的原始报告，但对其我也抱之以怀疑态度。如果企业给出了详细报告，说它们的利润将会升降某一个特定幅度，那分析师们就会虔诚地记下这些数字。但我总是在想，他们需要怎样做才能实现目标，以及自己是否同意这些数字的预设前提。

约见企业高管

现在，目标公司的CEO或财务总监一般会到我们的办公室进行会谈。这一般都是由我们的分析师组织，他们分别跟踪不同的公司，并在会议之前将他们的问题和对方公司的财务状况报告发给大家。正常情况下，会议会持续1～1.5小时（偶尔也会长一些或短一些）。我们喜欢预先设定好议事事项（如对初次会晤的期望，或曾经讨论过的事项）。在与公司高管会面时，我们经常会讨论企业的财务状

> 我们喜欢预先设定好议事事项。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



况、经营策略、近期业绩以及新的发展方向。谈财务状况时，我们会一个部门一个部门地了解销量、价格、总利润、成本、经营利润、利息成本、税收等事项。这能让我们更加清楚地了解公司的财务状况。当然，我们也会讨论资产负债表下的各个子项目，如资本支出、运营资本、债务和担保情况。结束会谈时，我们就会理解企业的商业模式和影响它运营发展的主要因素；洞悉它的战略，也对其管理层和激励因素有了一个清晰印象；此外还有企业的业务状况和最近的趋势，做得好的地方和做得不好的地方，以及它们对企业前景和市场整体状况的看法。最后我们能透彻地了解盈亏的动态变化、现金流变动和资产负债状况。这些工作让我们得以建立起比大多数竞争对手和券商更复杂、更精确的模型。

看透复杂的表象是投资中最重要的工作。

最后，我会花几分钟（也可能是开始的几分钟——在我等待同事集合的时候）谈一下企业的竞争对手、供应商和客户。不是所有的企业高管都愿意讨论竞争对手，但当他们这么做时，你就会得到很多信息。我最后的建议就是主动谈及他们的竞争对手——我会不断强调这一点。当一家公司谈到它的竞争对手时，我会竖起耳朵听（这与你希望公司对竞争对手保持警惕是一样的）。当他们说到你特别期待的事情时，例如企业整体情况都非常好时，我会听得更仔细（在可能的情况下，我希望得到一些事实

最后的建议就是重点关注连目标公司都称赞的竞争对手。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来佐证）。这并不意味着他们在撒谎，但总感觉像是在兜圈子，所以，看透复杂的表象是投资中最重要的工作。

最后，我们要评估这个企业的商业风险——有些企业的风险明显高于其他企业。通常，这由资产负债表结构决定，但有时候是由行业本身特点决定的。就这点而言，北岩抵押银行是目前最好的例子。企业和管理层都没有什么严重失误（尽管这个银行太热衷于扩张）。不过，这个企业的负债率远超过其竞争对手（依靠其他银行的资金而非储户的资金）。多数情况下，高负债对业绩有好处。但是，一旦市场状况发生变化（例如在2007年，就难以获得大量的资金，同时借贷成本也会大幅上升），这种商业模式就会变得非常危险。这也是我们在2007年需要特别关注的事情。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章
Chapter2

公司高管应有的品质

我的建议是：投资那些你信任的管理层所管理的公司

当一位知名经理遇到一家业绩糟糕的公司时，通常是后者占上风——公司经营会继续恶化，而经理则将声名不再。

——沃伦·巴菲特

坦诚相告——对我们，对管理层都是有益的。如果CEO经常在公开场合误导别人，那他最终也会误导自己。

——沃伦·巴菲特

了解公司管理层的过程就像是结婚——你要真正了解一个女孩，唯一的办法就是和她生活在一起。只有当你和企业管理层相处了一段时间后，你才能真正了解它们。

——菲利普·费雪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解管理层

多年的投资，让我越来越看重管理层的正直和坦诚。在早期的投资生涯中，我可能买了很多有经济护城河的公司，而对其管理层能力和诚信没有给予足够重视。现在这种情况不会再发生了。因为20世纪80年代晚期和90年代早期与这类企业相处的痛苦经历让我得到了惨痛教训。尽管外部董事和独立审计师能够提供一些保护，但是如果管理层想要误导投资者，那么他们还是有很多机会的，并且可以将这些事情瞒很长时间。因此，即使管理层能力非凡，但若不能坦诚相告，那就是投资的一大缺陷。

当我与企业管理层会面时，我想了解的是它们的能力、性格（它们的内在天性是乐观还是悲观）、是战略制定者还是运营管理者、管理层的工作方式以及它们的奖励方法和激励手段（这是最重要的）。在会见中，我经常发现这样一种现象：在首次会面时给人印象深刻的管理层，随后的工作表现都很差。所以我更喜欢那些能够客观地给我们介绍公司情况，并善于实现运营计划的管理层。当然，如果能超额完成计划就更好了。在实际工作中，我发现长期的定期会谈是了解管理层能力的最好方法。幸运的是，我们恰好拥有这一沟通渠道。（仅仅一次会面是很难准确评价管理层的。）当你与管理层朝夕相处数十年后，你就可以拥有一种准确鉴别的直觉，通过这种直觉你可以判断自己面对的管理层是否具备应有的能力。如今，如果我对一个公司的管理层有所怀疑，我是不会购买这家公司股票的。总会有其他公司达到这一标准（达到这一标准的公司其实很多）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很难说一个好的管理人应该具备哪些素质，也很难在一次会谈中就将他们身上的这些品质鉴别出来。但通常来说，给我留下最深印象的都是那些对公司业务了如指掌的人，不论其专长是在战略制定、运营管理，还是在财务融资上。这类人在经营公司时有一种狂热——他们会长时间工作，并要求团队人员提供优质高效的服务。此外，他们对自身的评价都很客观，在工作中也能保持谦虚低调。

> 给我留下最深印象的都是那些对公司业务了如指掌的人，不论其专长是在战略制定、运营管理，还是在财务融资上。

通常来说，我更喜欢那些管理层持有自家股份的公司（我认为，持有股份比持有认股权证要好，因为后者更像是单向赌博，即只有赚钱的可能而没有亏损的风险）。从理论上说，管理层和股东的目标是一致的，但我通常会遇到一些大企业——它们的管理层只持有自家公司相当少的股份。不管他们自己怎么解释，我对此的看法是：对他们而言，最大的激励来自于管理大企业所带来的声望和地位（津贴就不用提了），而不是为股东带来更丰厚的回报。

最近几年，我对下面几个问题越来越感兴趣：管理人员回答问题的方式，他们的肢体语言，以及对特定问题的回复。在回答某些问题时，他们会感觉很不自在。不是我们要故意为难他们，与此相反，我们的愿望是：与其他投资者相比（比如其他机构投资者或对冲基金），我们更受公司管理层的喜爱，从而让它们更愿意与我们会谈。有时，我会以否定的方式去问问题，比如，当与一家英国公司讨论其在中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的生产经营时，我不会问："这样的话，贵公司在中国的运营状况不是很好吗？"对这种问题，他们的回答往往是："是的，确实如此。"我会换一种方式来问："我听说有很多公司认为在中国的生产经营比想象中要困难很多，是这样吗？"这样发问，你会得到一个更有趣也更详细的回答。

投资时，我参考的另外一项重要指标就是企业内部人员的股票交易。我不会仅根据这一项指标来交易，但它却可以从侧面验证其他信息，能够显示公司业绩是在改善还是在恶化。每天，我都会得到一张英国公司的内部交易清单。清单以交易的重要性来排序。拿到这个清单后，我会查看这些交易的规模大小，是一次性交易还是多次交易（后者还要看是否涉及多名公司内部人员），是否有个人投机性买卖记录，交易参与者是不是CEO或财务总监（与其他内部人员相比，比如分支机构的主管或非管理人员，我对他们更重视）。一些证券公司的员工认为内部人买入的意义比卖出更大，对此，我表示部分赞同。通常，对那些创始人持有大量股份的公司来讲，在公司股价表现良好时，他们会逐步减少持股。这是一种很自然的现象。所以对这类卖出行为，我不会太过关注（当然，卖出的时机会说明一些问题）。

关注那些内部人交易。

当内部交易的买卖方向与我设想的不一致时，我就会得到一些很重要的交易机会。这些异常通常包括：公司管理层在股价大幅上涨之后仍大量买进，或在股价大跌后仍大量卖出。虽然这些异常出现的次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数不多，但一定要对其格外留意，因为它们包含了很多不为人知的信息。在此类交易中，参与者都会给出解释，但我并不看重这些解释，除非我对参与者的个人情况非常了解。

我的另外一个投资经验是，人是不会变的。那些在10年或20年前让投资者失望的管理者仍会返回职场，给新的投资者带来伤害。而基金管理人的任期通常只有几年时间，所以他们对这些人没有足够了解，有时更是直接忽略其历史记录。对我来说，我会尽量避免这种错误，如果我一定要对其投资的话，那我会尽力把事情了解得更清楚一些。通常的情况是，这些曾经让投资者失望的人很有可能再次让投资者失望。

对此，我的建议是投资那些你信赖的管理层。沃伦·巴菲特曾说，他喜欢聘请或投资那些他愿意把女儿嫁给他们的人。我认为你不需要这样去做，但这个观点确实很有道理。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章
Chapter3

买股时的投资理由

不管持有什么股票，你都要说出你的投资理由

你要把股票看成公司的一小部分。

——沃伦·巴菲特

股票并不知道你持有了它，所以它不会顾及你的感受。

——沃伦·巴菲特

事实上，在大家还未意识到情况已经发生改变之前，股价已经对其有所反应。

——阿瑟·杰科尔

PDG

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的同事彼得·林奇曾说："当你持有一家公司股票时，你应该用几句话将你的买进理由说出来，而且这些理由连你十几岁的孩子都能听懂。"这是个很好的建议，这就是你的"投资理由"。买进之后，你应该每隔一段时间就复核一次，看看这些理由是否还能成立。虽然"投资理由"告诉你为何你的股票值得持有，但你仍然需要了解什么因素会让它变成一只垃圾股（这就是你不应该继续持有它的原因）。在你持有一只股票时，如果你既能说出它的优点，还能说出可能会导致其被抛售的缺点，那你就会养成很好的投资习惯。每只股票都有一些投资者不喜欢的地方。这时，你就需要明白为何你不赞同其他投资者的观点（即不认同他们列出的股票的不利方面）。我尤其喜欢阅读那些与我们观点不一致的券商的报告，之后，我会和分析师讨论为何他们是错误的。对你持有的每一只股票，你都需要一个"投资理由"。

无论如何，你都不应该因为一时头脑发热或听信别人建议而购买股票。彼得·林奇曾注意到一个奇怪现象，他发现医生经常会听从朋友或经纪人的建议或通过报纸上得到的推荐来购买石油勘探公司的股票，而不是利用他们的医药知识去投资那些他们能够很容易理解的生物技术公司。对此，我的建议是：大家应该去投资那些自己拥有相对优势的领域。

最重要的事情是，你得忘记买进价格。否则，如果股价持续下跌，它就会成为你的心理障碍。"投资理由"是成功投资的关键，你得定期复核。如果公司状况持续恶化，那这只股票就不值得购买，而且是一只需要赶紧抛售的股票。即便现在的价格比买进价低，你也要坚决抛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售。为证明自己开始时的买进理由是正确的，而继续在这种股票上投钱想把钱赚回来的想法是很危险的。投资的一般准则是，你不可能用亏钱的方法把钱赚回来。幸运的是，我对数字的记性不太好，所以很少能记下买入价（对不了解我的人来说，这很让他们吃惊）。最近，有个投资组合经理问我："如果我持有一只股票，'投资理由'被证明是错误的，股价也下跌到一个很低位置，那我是否还应该继续持有呢？"对此，我的回答是："如果'投资理由'错了，那即使股价再低，也应该坚决抛售。"

我从不为自己的持股设定目标价位。我做的是定期复核我的"投资理由"，然后评估自己对它的信心程度。与为持股设定目标价位相比，我更喜欢评估自己对它们的信心程度。我不会想这只股票的潜在涨幅是20%，那只股票是50%。具体的目标价位暗示了一个对未来的精准预测——这是不可能的。价格区间可能要更合适一些。如果能得到公司业绩的精确预测，投资者会觉得很安心，他们会认为：如果预测过程正确，结果就正确。这是一个很危险的假设，事实通常不是这样。有时，经纪人会给出非常具体的目标价位，对此，我的解释是：他们想证明自己预测得比同行更准，但事实并非如此。

从短期来看，股价是买方和卖方的均衡结果。高于这个价格，买家就会进场买进；低于这个价格，卖家就会离场卖出。这是一个很脆弱的均衡状态，很小的市场变化就会引起波动。

虽然在短时间内（一两年内），股价和公司盈利并没有太大关系，但从长期来看，股价确实反映了公司的盈利状况。因此，预测公司盈

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利就成为投资专家的重要工作，在这方面，分析师花费了大量时间。不过，在我看来，评估公司的商业特权才是最重要的。

在评估一只股票时，我会考虑六方面因素，对此，我会在本书的其他章节详细阐述，在此，我只做列述：

- 公司的商业特权（第1章）；
- 管理层（第2章）；
- 财务状况（第6章）；
- 估值（第8章）；
- 被兼并收购的可能性（第9章）；
- 技术分析上的上涨动力（第12章）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

Chapter4

情绪——投资的重要一环

成功投资是坚持主见与倾听市场的完美结合

你有一个名为"市场先生"的合伙人，他很乐于助人，每天都会给你提供一个报价：告诉你你的持股价格。而且，他会以此价格买进或卖出。有时，以你对企业的了解来看，他的报价非常合理。但在大部分时候，市场先生的报价却极其荒唐，因为他无法控制自己的贪婪和恐惧。

——本杰明·格雷厄姆

我的方法是逆向投资，如果所有人都认为某项投资有价值，那这项投资必然过于昂贵，因此也就没有什么吸引力了。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期来看，股市反映的是公司的内在价值。但短期来说，它反映的更多的是人们愿意买进的价格，这个价格可能和公司的内在价值有极大差异。凯恩斯在谈到股市时曾说：选股就像是选美比赛，把评委们认为最漂亮的那个选出来远比选出你自己认为最漂亮的那个重要得多。本杰明·格雷厄姆也说过："从短期来看，股市更像是一个投票器，而非一台称重机。"永远不要忘记这句话。

在投资这一行里待得越久，我对一个问题的认识就越深刻，那就是"偏见和事实一样重要"。在股市中，如果和别人完全一致，那我们很可能就错了。偏见是如此重要，以至于一旦偏见达到了极致，那价格就会偏离价值很长时间。

我经常看机构投资者的持股情况，看他们在哪些行业或公司上持股过少（这些股票通常不受投资者和股票经纪人喜爱），以及在哪些产业、公司上持股过多。这通常会占用我大量时间。一般来讲，前者的风险小，后者的风险大（或者说价值被高估的风险也很大）。我不会仅凭这一点决定买进或卖出（正如我参考的其他因素一样），但它确实是我买入或卖出的重要原因。

> 在投资这一行里待得越久，我对一个问题的认识就越深刻，那就是"偏见和事实一样重要"。

股市的另一个特征是：人们会受股价走势的影响。每个人都会受其影响，只是影响程度不同罢了。这样来解释吧：在过去几年中，我经常去马尔米堡（Forte dei Marmi，意大利托斯卡纳大区北部的一个海边小镇）度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假，如果去海边的话，就会有商贩向你兜售服装、食品、珠宝、手袋和手表之类的东西。你要是对某个东西感兴趣，就得和他们讲价。通常，我会让商贩先开价，然后把价格还到之前的1/4。然而，有趣的是，如果我先开价（开一个我愿意接受的价格，比如对一个手袋开价50美元），而他们又立刻接受的话，那我肯定会觉得非常不安，觉得自己的出价太高了！股市也有类似情况，例如，你计算某只股票值70美元，而当前股价是100美元，但若股价以后真的降至70美元，那你就会怀疑自己的判断！潜意识里，你会想自己是不是不知道那些出售股票的人知道的消息。此外，价格本身就能影响人的行为——股价的下跌会让人焦躁不安，而股价上涨则会让人自信和执著。因此，正确理解股价就成为投资的重要组成部分。股票经纪人知道：受追捧且上涨的股票比那些受冷遇且正在下跌的股票更易出售。人天性如此，所以优秀的投资者应努力抵制这种情绪。正如沃伦·巴菲特所说："股市的存在只是为你提供一个报价，它是为你服务的，而不是来影响你的。"股价确实反映了一些信息（不然，技术分析就无用武之地了），但不要被其过分影响。

行为金融学派很细致地观察了那些典型投资行为，并得到了一些有用结论，下面就是其中一些内容。

- 我们要保持思想开放。一旦买了股票，我们就不容易接受那些认为我们错了的观点，也会对那些无法证实我们最初投资理由的现象视而不见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 我们应该独立思考，避免受他人影响。你的观点不会因别人的认同而正确，也不会因别人的反对而错误。
- 很多所谓的专家都名不副实。他们从不改变自己的观点，永远对世界和公司持乐观或悲观态度——他们知道这样做，总会在某些时候是正确的。不过让人惊讶的是，尽管如此，很多股票分析师还是有很多追随者。
- 我们其实并没有想象中的那么精于投资。换言之，我们都过度自信。必须注意一点：一定不要觉得一切都很好！
- 最近发生的事和最近的股价对我们的影响最大。脑海中浮现的第一个答案对我们的影响也是如此。
- 我们在获利的时候太过保守，而在亏损的时候太过随意。
- 我们应该问自己：如果持有这只股票，那么我们会不会在当前价位上继续买进？
- 如果小概率事件在近期没有发生，那么投资者就会低估它们的发生概率；如果发生过小概率事件，那么投资者就会高估其发生概率。一个典型例子就是保险业中的飓风风险。如果过去一个季度气候糟糕，投资者就会认为下一个季度的气候也会很糟糕。投资者会受近期经历的影响，这是我们需要注意的。

成功投资是坚持主见与倾听市场的完美结合。不论过于倚重任何一方，你都不会取得成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 5 章 Chapter5

如何配置你的投资组合

运作投资组合时，你应该尽可能地做到从零开始

在美国的富翁中，没有一个是因为持有一组由50只股票组成的投资组合而发家致富的。他们的成功都是因为发现了某一项好生意。对你持有的每一项投资，你都应该有勇气和信心在上面投入至少10%的净资产。

——沃伦·巴菲特

只有当你发现比你现有持股便宜50%的股票时，你才应该卖掉你的现有持股。

——约翰·邓普顿

在做短期投资时，投资者关注的是投资组合的多样性，而不是投资回报率——简而言之，他们被随机性糊弄了！

——纳西姆·塔勒布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管选股是组建投资组合的核心，但股票之间的相互搭配也是非常重要的。沃伦·巴菲特认为大多数投资组合都过于多样化，在他看来，好的投资想法并不会有很多。但大多数投资经理都会持有40～50只股票。从我自身的情况来说，由于近年来掌管的资金大幅增加，我也不得不选择一个更为多样化的投资组合（超过50只股票）。这样做是为了能够继续买进中小型公司的股票——这也是我的习惯。很多评论家错误地认为我是故意为之，但事实并非如此。我理想中投资组合的持股数应该是50只。

在经营投资组合时，我并不关心所选股是不是指数的成分股。投资组合里权重大的股票和权重小的股票我心里都很清楚。如果对其没有信心的话，我是不会增持那些权重过小的股票的。一般来讲，除非我认为一只股票被严重低估，否则我是不会买进的。同样，除非我对其很有信心，否则即使是指数里的权重股，我也不会买进。与之类似，我也不喜欢花费太多时间在绩效归因上，这会让投资经理花费太多时间来照“后视镜”。改正错误的关键在于识别以后什么会起效，而不是过去或现在什么在起效；而绩效归因的做法则与之相反。很多投资人做着不可理喻的美梦——他们希望今天所做的就是昨天所发生的。如果在某一周、某一月或某一个季度里表现不好，有些投资经理就会去照镜子——认为分析过去会帮他们在下个季度里取得上佳表现。令人悲哀的是，投资并不是这样。你不能说：虽然我过去做得不好，但我会更加努力，所以结果一定会变好！短期内，业绩和努

不要花太多时间在绩效归因上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力之间并没有什么联系。你当然需要从过去的错误中学习，但过去的错误不一定会在未来发生，所以绩效归因并不能向你保证什么。

组建投资组合时，我会问自己三个问题：

- 我的投资组合是否与我的信心程度相匹配？
- 我是否清楚自己承担的风险？
- 最后，我能从过去的错误中学到什么？（总会有一些的。）

运作投资组合时，你应该尽可能地做到从零开始。也就是说，不管什么时候，你都要像你手上全是现金，并刚开始组建自己的投资组合那样运作基金。你要考虑在这种情况下，你会选择哪些股票，以及怎样安排它们的头寸大小。持有投资组合后，我每月都要做一次例行检查——评估我对投资组合里每只股票的信心程度。我会在一张纸的上端写上五个标题："强力买进"、"买进"、"持有"、"减持"以及"可疑"。随后，我会把投资组合里的股票一个个写在这些标题下。这样做不仅能帮我确立自信，还能让我明白应该在哪些股票上做更多功课。这些功课包括：评估公司的有利一面和不利一面，并要求分析师提供更多信息，或者要求与公司管理层进行会谈（如果长时间没有会谈的话）。量化信心程度是保证你投资成功的重要方面。

沃伦·巴菲特说过："查理和我宁愿赚取有波动的15%年收益，也不愿赚取稳定的12%年收益。股价每周、每天都在波动，那我们为何要让收益像地球公转轨道一样平稳呢？"这句话很好地总结了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的投资方式。我的目标是在长期内取得投资组合的最高收益，即使这样做会导致业绩在单个年份内大幅波动（我知道这种做法并不符合现代风险衡量理论）。在控制投资组合的风险时，你不仅要清楚可预见的股市风险和行业风险，也要清楚组合内某些股票的可能风险（比如，货币贬值可能会让某些公司的风险变大）。尽管如此，我仍认为，投资组合的主要风险还是在股票层面，这也是我风险控制的重点。

投资管理工作其实是一个犯错过程——击中率在55%～60%就是很好的表现了。要跑赢大盘，你只需要找到几只优胜股，以及躲开那些落后股——通过避免大幅落后来获胜。记住一点，平均来讲你2/5的投资决策都是错误的。错误的原因既可能是买进后公司发生了负面变化，也可能是一开始你的“投资理由”就错了。

> 投资管理工作其实是一个犯错过程。

持股多少会反映我对几个问题的看法：我对该股票的信心程度、股票的风险度、股票的流动性，以及我和富达投资公司占其公司权益的份额。对任何公司，我们都不会持有其15%以上的股份，这是我们的最大限额。在买进股票后，随着时间推移，我会根据自己信心程度的变化来调整个股头寸，可能会在与管理层会谈之后或读到一则公司公告后增持股票，也可能在一次股价飙涨或资产负债表恶化之后选择减持。我的投资组合都比较大，所以我的策略是开始时只在一只股票上投入组合资产的25个基点，即0.25%。之后，随着我信心程度的增强，在上文提到的限制之内（15%），我会增持到50个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基点（如果管理的是小型投资组合，我会从50个基点开始），然后100，200，最后可能会达到400。不过，达到400个基点的情况相当少。偶尔，我会在超级大盘股上投入超过400个基点的资金，但在多数时候，只有对于英国富时100指数的成分股，我才会投入超过200个基点的资金。在大部分股票上，我的买卖方向都是一致的，除非发生某些事情。重要的是，我不会突然对我的持股做很大的调整，我的行动是渐进的。当我的信心程度增强时，我就处于增持阶段，当一只股票被过度定价后，我就会开始减持。投资并不是一个非对即错的过程。

> 熊市或者市场整理阶段是一个非常好的时间，这时你可以去复核所持股票的“投资理由”。

人们经常问我该在什么情况下出售持股。对此，我首先会避免对持股带有个人感情色彩。以下三个条件会让我选择出售：如果某些事情否定了我的“投资理由”，如果达到了我的估值目标，或者我找到了更好的股票。在多年的投资之后，我找到了一个很好的测试办法，它能让我很好地评估自己所持股票的信心程度。那就是找一家与我喜欢的类似的公司，然后在两者之间做比较。一般来说，通过比较两家公司的所有相关因素，我会了解更喜欢哪一家。基金经理通常会发现很多自己喜欢的股票，因此，他们都有一种想买更多股票的冲动。在牛市里，这种冲动更为明显。比较两只类似股票是减少持股数的好方法。熊市或者市场整理阶段是非常好的时间，这时你可以去复核所持股票的“投资理由”，并出售或减持那些你没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么信心的股票。在熊市时，我一般都会减少持股。

我有一张“观察名单”——这是我一直以来的做法，用它来记录我有意购买但信心程度还不足的公司。制作这张表，你得先保存名单中公司的报告（内部报告和外部报告），以及与公司高管的会谈记录。然后以字母顺序将它们放在房间的书架上。每个季度，我都会重新把它们看一遍，以决定是否把它们留在“观察名单”上。这样做筛选工作让我的一些同事感到很奇怪，他们奇怪我为何不让助手去做这些事情。他们没意识到：通过复核这些股票，我可以评估自己的信心程度。在复核时，我会把它们分成三类：一类是我在持有之前需要深入了解的；另一类是我会把它们留到下个季度的；还有一类则是要从名单中除名的（当然，在季度中，我也会复核这些股票）。

对我持有的公司，我会保存其最近的重要内部分析报告、外部报告、财务报表，以及我在与公司管理层会谈时所记的笔记的复印件。在与公司管理层会面之前，我会查看这些资料。

一个投资组合经理需要在“进攻型投资”与“防守型投资”之间保持平衡。“进攻型投资”指的是寻找新的潜在投资机会，“防守型投资”指的是继续持有目前投资组合里的大部分股票。如果投资组合中只有少数股票，保持平衡并不困难，但是，当管理一个包含很多股票的投资组合时（有时我的持股数高达200只），你就不得不在“防守型投资”上花费更多时间

> 一个投资组合经理需要在“进攻型投资”与“防守型投资”之间保持平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。你会因此而失去“进攻型投资”的优势。为摆脱这一困境，我充分利用了内部分析师团队。他们在“防守型投资”上给了我很大帮助，这样我就有更多时间去寻找新的投资机会。能做到这一点，很大程度上要归功于我们庞大的内部研究分析团队。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

Chapter6

评估企业财务状况

如果对公司运营有不明了之处，那就跟踪它的现金流吧

落袋为安是一个事实，而账上盈利则是一个概念。

——阿尔弗雷德·拉帕波特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在富达投资公司，我们为自己使用的公司财务模型而骄傲。富达分析师对所研究公司的预测都包含了其未来两三年的损益情况、现金流以及资产负债状况。在负责的公司模型上，每一位分析师都投入了大量时间与精力。投资组合经理与分析师讨论某只股票时，就会涉及这些模型（如果不参照这些模型，那么很难展开详细的讨论），并且投资组合经理会反复向分析师询问模型的假设前提和细节。

这些模型的一个重要功能就是得出公司的预期盈利。得到后，我们就会将其与所谓的“街头数字”（其他公司的分析师对这个公司做出的最乐观的预测）做比较。两者的比较是我投资的重要参考。但对我的一些同事来说，它则是最重要的参考标准，当我们的预测值比“街头数字”低时，他们很少会买进。对我来说，这也是一个重要参考，不过我会把它与其他数据一起使用。偶尔，当我们的预测值比“街头数字”低时，我也会买进股票，尤其是在股票的内在价值很有吸引力，而我又需要时间来建立股票仓位时。电子数据表的出现使模型制作比以前简单多了，但模型正确与否的关键在于其背后的假设前提，这是一个真正需要智慧的地方。

模型正确与否的关键在于其背后的假设前提。

刚加入富达公司的时候，我对会计知识知之甚少，甚至也从未正确地阅读过公司财务报表。这些年，虽然没有接受过正规培训，但我还是自学了如何阅读财务报表，现在已经能相当熟练地分析它们。读懂财务报表是投资工作的基本要求。在本书其他部分，我已经详细讨论了自由现金流的吸引之处。在评估公司的时候我也会查看这个项目。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



如果对一家公司的运营有疑惑，那就追踪其现金流。同时，我也很看重资产负债表。我的另一个经验是，应该非常仔细地查看报表附注。有时，一些重要信息可能就隐藏在这些附注中（有时候，公司希望投资者忽略这些信息）。

虽然喜欢阅读管理层的原始报告，但我也十分看重股市公告和招股说明书。这些文件中的每一个报表都经过了独立核实（这与公司通常的报告不一样），所以公司没有什么修饰余地，也无法制作没有足够事实支持的报表。因此，在做出投资决策时，这些报表就会特别有用（尤其当它们的时效还未过时时）。在寻求新的投资机会时，我发现这些文件是很好的入手之处。首次公开募股发行的公司可以自行设定股票发行价格和发行时间，所以对我们来说没有什么吸引力。当私募股权投资者卖出全部或大部分股票时更是如此（即便他们给买家留下了一些还价余地）。

过去，公司的基本情况介绍只会在非公开会议上提供给机构投资者。今天，不仅公司的基本情况，连公司公告和报表都能在互联网上看到。因此，每个人都能很方便地拿到这些数据。我强烈建议大家研究这些原始资料，而不是依赖股票经纪人的二手信息。网络的出现让投资者可以得到更多信息，希望大家能够充分利用它。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章
Chapter7

评估风险

商业环境变差时，高负债公司会首当其冲

当你还不了解公司的财务状况时千万不要投资。投资股票时，最大的损失往往来自于资产负债状况欠佳的公司。

——彼得·林奇

20世纪末股市疯狂时，华尔街上其实还有很多清醒人。从整体上说，金融业的责任感并不小，但它却接近于零——这是一种固有现象。因为在一个以赚钱为主要目的的行业中，一条必要的准则就是求得生存并给他人以生存的机会。抵制疯狂不仅会让那些随大流的人失去工作，也会让他们失去表现的机会。所以华尔街里的聪明人总是保持沉默，也正因为如此，那些愚昧的人才能在这个领域中有一席之地。

——约翰 K. 加尔布雷思

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这么多年来，我在股票投资上最大的错误都是来自于资产负债状况欠佳的公司。当这些公司出现问题时，投资者就会损失惨重。专业投资者的工作就是尽可能地避免风险并挑选优胜股。资金管理人可以选择他们的优胜股比例，不过拥有较少的不良股通常就可以成就一个优秀的投资组合经理。然而，许多基金经理并没有很认真地看待资产负债风险。在我管理基金的最后一年，表现最差的四只股票分别是Isoft（I软件公司）、SMG（文广集团）、Erinaceous（房地产服务公司）和约翰逊服务集团。如果生意恶化，公司就会增加负债，这会让公司股票暴露在风险之中。得益于基金运营机制，我对它们的持股并不多。买一家负债率过高的公司，与以高杠杆购买一家负债率低的公司并没有什么区别。通常，当公司出现问题时，银行就会要求公司出售某些部门。但市场通常会发现它们是被迫出售的，因此买方的出价往往会低于公司和投资者认可的实际价值。（这是高负债公司的固有风险，在估值时需要注意。）

长期以来，我一直使用“公司警示钟”来提示那些资产负债状况糟糕的公司。有时，你可以一眼看出哪些公司的资产负债情况糟糕，但有时却并非如此。“公司警示钟”会用H-Score表格为它追踪的每一个“非金融”公司打分（即21世纪的Z-Score表格）。它的原理是将陷入财务困境的公司（或者说失败的公司）与那些没有此类问题的公司作比较。在大量比较的基础上，你就可以很轻易地看出哪些公司可能会存在问题。这种方法可以让“公司警示钟”建立适用于不同公司的数学模型，因此它能够揭示陷入财务困境的公司问题，以及问题到底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有多严重。在这套系统中，每个公司都有一个财务健康状况分数，0～100不等，100代表最健康。25分以下的公司通常会有很多财务困境的特征，这会让它们更容易受到侵袭，而分数高于25的则不太容易受到侵袭。模型包括七个关键指标（这七个指标之间也相互联系），即一些关键的财务比率。将这些指标和比率经过数学计算并加权处理后就得到了一个单一结果，即H-Score。为了得到比较系统完整的H-Score分数，这七个指标都要经过详细计算，以揭示公司在过去五年中的财务强项和弱点。

评价公司时，我都会参考公司的H-Score分数。如果公司的分数低于25分，且又在我的投资组合中，那我一定会给予特别关注。但这并不是说我不会持有一些分数低于25分的公司，这与技术分析相似（我也不会仅因为股票图形不理想就放弃这只股票）。如果我持有这类股票（分数低于25分的公司），我会仔细查看公司各种状况，并对公司的未来发展前景给予特别关注。如果情况变糟，那这类公司的股票就应尽早出售，即使出售它们会带来损失。当商业状况越来越糟时，高负债公司的风险就越来越大。与那些有着健康资产负债状况的公司相比，我持有此类公司的股份要少得多。H-Score分数低于25分的公司，风险是最高的。对那些过去分数很高但现在低于25分的公司，我会谨慎对待。同时，我也会对那些看似很强健但H-Score分数逐步下降的公司以及分数很不稳定的公司保持警惕。

专业投资者的工作就是尽可能多地避免灾难并挑选优胜股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券分析师和经纪人对资产负债表漠不关心的态度，总是让我诧异。偶尔，我会去看看那些资产负债状况糟糕的公司报告，但这些报告常常没有这方面的任何资料。在了解公司债务时，你应该重点查看银行债务和债务余额（尽管大部分时候是前者让公司陷入财务危机）。当然，你也应该对公司的其他负债有所了解，比如养老金负债以及可偿还优先股等。此外，对债务状况（特别是未来一年的待偿负债额）和相关的借贷条款，你也应该心中有数。有些公司的债务状况会在很短时间内出现巨变，比如在一个季度内、一个月内，有时甚至是在一周之内。这时，如果你只看年中资产负债表或者年度资产负债表，就会做出错误判断——觉得这家公司的资产负债情况还很健康，但实际情况并非如此。净利息和净债务余额是两个非常重要的数字，值得一看。它们能说明平均债务是否过高（我们会在公司的会议上询问管理层，看公司的年度或者季度平均债务是多少，而不是仅看它们的财务报表）。最后，你也应该对特殊情况有所了解，比如通常来讲公司在发展壮大时要消耗大量现金，而在业务萎缩时节余现金，但也有例外，比如在某些消费者享有特权的行业中，公司业务即使缩小，也会消耗大量现金。你应该记住这些特例。

“公司警示钟”会每两周给我一份打分表。这张表会告诉我哪些公司位于风险中，哪些公司正在进入风险，以及哪些公司正在摆脱风险。这是我的定期读物之一。如果想进一步了解，你可以查看一下此类债权（高负债公司的债务）的出售情况——这可以在某些交易所查到（如果有交易的话）。有时，债权投资者出售时会给出一个很大的优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

惠折扣，这时股票投资者往往非常兴奋。当这种情况出现时，我会选择做一个债务投资者，而非一个股票投资者。为什么？因为如果公司债券市价低于面值，公司股票的价值就会更低。这同样也适用于信用违约。

我犯的最多的错误就是购买那些资产负债状况糟糕的公司。不过，我还想强调一下其他两方面问题：

- 购买没有经济护城河的企业；
- 购买管理层糟糕的企业，即那些管理层有可疑的商业举动或管理层不愿直面投资者的企业。

牛市上涨时，投资组合经理不应放松警惕，更不能降低买入企业的标准——商业标准和管理层标准。正如本杰明·格雷厄姆所说："在商业状况向好时，买进低质量的股票是一个很危险的游戏。"

在我从事股票投资的最后15个月，我可以通过远期合约卖空部分股票。作为空头，我希望得到的股票和多头恰恰相反（例如，资产负债状况糟糕，管理层行为可疑，没有商业特权，估值高，机构投资人持股比例过高，经纪人过于偏爱，公司的好日子到头，被接管的可能性很低等）。当然，在正常情况下你是无法得到具备上述所有特点的股票的，但经过努力，你可以找到具有部分上述特点的股票，对大部分投资组合经理来说，像空头专家一样思考问题是一个不错的投资分析方法。我一直在想有什么东西可以拆穿谎言，以及如何向大家指出企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业的弱点。如果你清楚公司在哪些地方会出现问题（即你了解不投资它的原因），那你就能在其他人发现问题前指出问题所在。

在此，有一个很有效的小测试：如果你想确定一个股票的下跌趋势，那你得假定股票最终的价格是现价的一半。你能想出有哪些情况会让这种情况成为现实吗？如果能想出，那它真的有可能成为现实。

最后，要明白坏消息的传播会受到阻碍（正如加尔布雷思在本章开篇所说）。在资本市场中，有很多因素会阻滞坏消息的传播，但投资经理的工作就是去努力发现这些坏消息。有时候，一些人很清楚公司的问题所在，但他们不愿公开。只有巧妙地通过一些知情人士，才能挖掘到这些消息，不过这些交谈都不能留有记录。这是一个既耗时间又耗精力的活儿。例如，在尼克·里森巴林银行弊案中，交易对手知道不幸的事情即将发生，但他们更愿意选择保密。贝尔斯登宣告破产前，无疑也有一些人知道其中的问题。

像空头专家一样思考问题是一个不错的投资分析方法。

当然，多数公司都有负债。不过负债并不是坏信息，合理地使用借款能够提高投资者的收益。当前有些公司的资产负债率很低，因此股东应该要求增加负债。如果时间倒流让我重新管理资金，去掉H-Score分数低于25分的股票我可能会失去一些优胜股，但我相信我会因此而避免更多灾难。

坏消息的传播会受到阻碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

Chapter8

估值方法

应该参考历史股价来估值



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的投资策略就是买入那些被市场错误定价的股票，并等待市场纠正错误。至于那些定价合理的股票，我几乎不买。就现在的情况来看，发现被错误定价的股票要比准确地预测它们在何时被纠正更为容易。所以，我选择等待。我的持股期通常是一两年（根据这些年的统计，平均持股时间为18个月）。我很高兴自己能有这种耐心，此外，如果我认为自己的判断是正确的，那我还愿意再等上若干年（如果需要的话）。我们的分析师常对我说："安东尼，这只股票是很便宜，但我看不到它在短期内上涨的动力。"这时，我会告诉他们，以我的经验来看，在股票被市场错误定价时，很少能看到刺激股价上涨的因素（这比股票被错误定价更稀有）。如果刺激股价上涨的因素很明显，那么股票就不会被错误定价了。买便宜的股票（特别是那些资产负债状况很好的公司的股票），你会享有安全边际。如果购买一组"价值低估"类股票，你就会发现它们中有一些已经开始被重新定价（市场会发挥作用），尽管有些可能还只处于"妊娠期"。由于我的投资组合相当丰富，所以总会有相当数量的股票被重新定价，这时我就有更多机会和资金去购买那些仍被低估的股票。一旦股市上涨趋势确立，这类股票就很难买到了。过去，我发现股价被低估的更多的是中小型公司，这也是我更关注它们的原因。但现在这种情况正在改变，在过去的一两年里，有很多英国大企业的股票被低估（这种低估程度远超过中小型企业）。

买入被市场错误定价的股票，并等待市场纠正错误。

在波涛汹涌的股市中前行，你需要很多导航工具，其中之一就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的历史价格。正如第7章提到的，我通常会找到一只股票的历史股价图，最好是超过20年或者更长时期的，如果没有，那至少也要包括一个完整的商业周期。对某一类企业或某一类行业而言，了解其正常的市场估值范围是很有必要的，尤其是当估值处于离奇的高水平或低水平时。当然，在业务状况变化很大时，这样做就没有什么意义了。在股价远低于历史水平时，买入股票就有很大的增值潜力。相反，当股价与历史数据相比过高时，买入就会带来很大的亏损风险。这就是我的核心投资策略。

经常有人问我最喜欢的估值指标是什么。对此，我的回答是："不止一个，而是有很多个"。事实上，我认为仅有一个估值标准是很危险的。通常看到的指标不仅有绝对值，还有相对值。

> 买便宜的股票，你会享有安全边际。

尽管在大部分时间里，我们做的是相对值的比较，但我们也不应该忘记绝对值，尤其是当市场处于极端情况时。在对大多数公司进行估值时（特别是非金融公司），我通常要看五项指标。首先是传统的市盈率（P/E），我会查一下当前股价与当年预期收入及未来两年预期收入的比值（包括其市盈率的绝对比值，以及与其他类似股票市盈率的比较）。其次，我会看企业价值（EV）与总现金流量的比值，或企业价值（EV）与扣除利息、税项、折旧及摊销前盈利（EBITDA）的比值。之所以同时使用这两个指标，是为了确保企业价值能根据退休金赤字或其他细微项目做出适当的调整。接下来，我会预测一下企业的未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流，计算企业在未来产生的每股现金流。然后，我会看看产品价格与销售额的坐标图，如果有可能的话，最好是企业价值与销售额的坐标图（这两个指标对那些有亏损或者盈利不佳的公司来说更为有用）。至于最后一个指标，则是投资现金回报率（CFROI），它反映的是股票市值与原始投资的比较情况。回报率高于无风险收益率的股票会以资本溢价的方式来交易。与之相反，回报率低于无风险收益率的股价则会低于原始投资。

绝不要忘了股票的绝对估值。

我使用的估值方法主要来源于瑞士信贷第一波士顿霍尔特（CSFB Holt），Quest（由科林斯·斯图尔特拥有）以及CROCI（德国银行）法。这些估值方法在过去的10～15年里取得了显著成就。对我来讲，这三种方法主要是作为筛选工具，我可以用它们来筛选买入标的，或作为粗略的估值指标（相对于其他估值指标而言）。当然，它们也有一些与“现金流折现法”同样的缺点。此外，不同产业有不同的估值方法，每个产业的最佳估值方法都有所不同。例如，在评估建筑公司时，股票市值与调整后的公司账面价值之比是比较合适的估值方法，而传统的市盈率则没有太大意义，原因在于房地产销售都是一次性买卖，不能确保长期利润。尽管如此，很多知名的投资者在谈到这类企业的吸引之处时总是会引用其市盈率指标，对此我感到非常奇怪。

至于市盈率与预期增长率的比值（PEG）和股利折现法（或现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金流折现法），则是我较少使用的估值方法。在我看来，PEG比值更适用于成长型公司，而非价值型公司，并且我认为这种估值方法缺乏逻辑：如果5%的年增长率对应5倍的市盈率，10%的年增长率对应10倍的市盈率，20%的年增长率对应20倍的市盈率，那我为何不去找那些日增长率5%而市盈率只有5倍的公司呢？对于折现模型，比如股利折现模型或者现金流折现模型，如果公司处于成熟稳定期，盈利和各种状态都不会发生变化，那确实能预测公司未来10年的股利或现金流。之后以一个合适的折现率折现这些预测值，将它们加总后就能得到公司的现值。但这种方法的困难之处在于预测的是四五年后的数字（有时甚至更久）。在我看来，准确预测未来两三年已经很困难了，就别提更长的时间了。由于在这种估值模型中，一旦前提变了，现值也会随之变化，所以我通常只将这两种方法作为核查手段（你要明白它们的内在缺陷）。在做评估工作时，股利回报率不是我的第一选择，因为股利会受盈利的影响，所以我更倾向于检查公司盈利。但是，市场下跌时，股利回报率是一个很有用的指标，高股利回报率的股票在熊市中有很好的抗跌表现。有时，我也会看看其他估值指标，比如清算价值等。但是投资者要警惕那些新奇的估值指标。在此，我指的是那些看起来能给人以更多想象空间的估值指标。牛市越热，股票经纪人使用这些估值指标就越频繁（以此来证实股票的“所谓价值”）。这些指

> 牛市越热，估值方法就越新颖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标也往往一个比一个前卫。清算价值模型在熊市中会得到更广泛的应用，特别是当公司账面上没有太多硬通货，比如现金或硬通货资产时。

在熊市中，人们会越来越多地谈论那些保守的估值方法，诸如股利回报率等。切记：即使公司没有任何利润，一个聪明的股票经纪人也能找到一些让股票看起来很有吸引力的估值方法。一定要小心这些新颖的估值方法！



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 9 章

Chapter9

目标收购公司

想持有更多有可能被收购的公司吗？

那就多投资那些中小型公司吧



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有股票有这样一个好处，那就是有时候它们会被别人以高价全额收购（这里的高价是指与市价相比具有一定溢价）。通常，这个溢价是股票最后市价的25%～30%。当然，如果存在竞争的话，这个溢价会更高。我相信，如果能识别它们，投资者就能增加这类股票在组合中的比例。

如果公司市值很高，那它们不太容易成为收购目标。因此，中小型公司应该得到你的偏爱——它们更容易被收购。这看起来好像很明显，但常被人们遗忘。一般来讲收购公司的有两类企业：工业企业，通常是经营同类业务的公司，当然也并不是一定如此；以及金融收购者，比如私募股权投资者。在前一类收购中，你可以很容易辨别出目标收购公司。我记得当年英国有很多有线电视公司，但现在，它们中的大多数都已被并入英国独立电视台，这是一个很好的收购案例。同样的故事也发生在烟草行业，当年美国很多国有烟草公司现在合并成了为数不多的几个跨国公司。有时，反垄断法会阻止并购，因此，明白相关情况以及垄断的不适用特例是很有意义的。

> 持有股票有这样一个好处，那就是有时候它们会被别人以高价全额收购。

收购因何而起

有时，私募股权投资机构是出于产业链考虑来进行收购，但更多时候则是看上了目标企业的某些财务特征，这些特征让私募股权投资机构对其青睐有加。同等情况下，收购方更喜欢那些拥有稳定、可预

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期现金流的公司，原因在于合并后，它们可以大幅增加收购公司的财务杠杆（即增加负债）。管理层不喜欢这样，但面对外部股东时，他们也只能如此去做。扩大财务杠杆，公司的利润就会被利息费用所抵消。因此，评估这类企业时，企业价值（EV）/扣除利息、税项、折旧及摊销前盈利（EBITDA）的估值方法更有效。私募股权投资机构愿意为收购支付的价格取决于银行家的借贷意愿和债券发行状况（收购方为收购目标企业而发行的债券）。2007年年初的几个月是私募股权交易的特殊时期，银行在只有很少或根本没有与收购方签约的情况下就准备给予大额贷款（这是非常罕见的）。在这类交易的循环周期中，英国联合博姿公司“KKR集团收购案”无疑处于波峰，无论是在收购规模上（110亿英镑），还是在过高估值上都是如此。对此，我的看法是：在今后的很长一段时间内，我们都不会看到与之类似的案例了。在多数情况下，吸引私募股权投资机构的财务特征同样也会吸引价值投资者。那些让私募股权投资机构望而却步的财务特征也同样是价值投资者要回避的，比如养老金负担（它与资本市场密切相关）。因此，遵从价值投资会让你得到更多的此类投资机会，它们中的一些会被私募股权投资机构收购。一旦目前的不良症状消退，私募股权仍将在未来的股票市场上以及公转私（上市公司被收购变为私有非上市公司）市场上占有一席之地。当它们的资金越来越多，而股票市场上的好机会越来越少时（即购买比较大的标的公司）更是如此。公转私市场与股票交易市场并不在一个市场内。2008年，我们看到了许多此类交易，不过规模较小——很多公司折价回购了自己在2007年发行的债券（即当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时发行的并购债券)。

在前面的章节中，我曾提到另外一种提供收购线索的方法，即分析股东的花名册。如果公司有控股股东或共同控股股东（正如很多欧洲公司那样)，那收购与否就由他们自己来决定。但是，如果公司有一两个大股东，但不是控股股东（比如由机构投资者投资的公司)，那收购就有可能遇到麻烦。这类股东（大股东）会带来一些期权利益。收购方知道，如果能得到两三个此类股东的支持，收购就会变得相当顺利，也更容易成功。没有控股人而又有大量现金盈余的公司最容易受到收购者的袭击。尽管50%以上的股东同意就意味着收购成功，但大部分收购方都希望得到90%以上股东的同意——这样它们就能强制收购公司全部股份。对某些私募股权投资者来说，只有在得到目标公司百分之百的现金流时，自己才能保持财务稳健。因此，拥有公司10%股份的股东将在收购中处于强势地位，在某些情况下，他们甚至可以阻止公司并购的成功进行。在富达基金投资的公司中，我们也遇到过这类问题。有时，我们的持股不到10%，但通过联合其他股东，我们达到了持股要求从而拒绝对方提出的收购(需要与其他股东协商一致)，因为在我们看来，对方的出价实在是太低了！

据我的经验，当私募股权投资机构收购公司时，其他机构投资者不会继续持股（相比之下，我们则更愿意坚守其中)。在这方面，我有很多例子。其他机构投资者在期初往往与我们的意见一致，但到了后期，他们大多会改变主意——不愿意继续持有非上市公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但我们在这方面（拒绝收购）则有丰富的成功经验，这得益于我们的持股比例和坚定信念。在这些案例中，我们常会选择继续持股（留在非上市公司中）。最终，我们都会等到下一个私募股权投资机构，它会以合理的价格购买我们的持股，这时价格都会比前一个收购者开出的价格高很多。不过有时事情并不会这样顺利。关于这方面，有一个很糟糕的例子——Sinclair Montrose公司收购案。它的主要业务是向医院提供兼职医生和护士。由于收购者出价太低，我们选择了继续持股（即使这意味着公司股票无法上市交易）。一两年后，商业环境出现了很大变化，它的最大客户开始和它直接竞争——这个过程相当糟糕，利润急转直下。不像上市公司，在非上市公司中，我们没有机会脱身，承受损失也不行。但我们也有另一个非常成功、获利丰厚的收购案，MMO2公司——英国电信公司（BT）分拆后成立的移动电话公司。分拆后不久，我就问公司的CEO："在你看来，未来公司会发生什么？"他回答得相当坦诚："我们将被某个电话巨头收购！"他的这句话在随后的几年里应验了，公司被Telefónica（西班牙电信公司）收购。正是这位CEO的回答，以及公司诱人的复苏特征让其成为我最大的持股之一。与沃达丰公司相比，那时我更喜欢MMO2，因为前者被收购的可能性比后者小。

不过，很多投资者根据小道消息来做判断，据此挑选在短期内可能被收购的公司。在我看来，这除了给经纪人带来佣金外，无法给投资者带来任何好处。预测短期内的收购目标是不现实的。而通过小道消息来投资则更是亏钱的最佳方式。然而，当真正的并购案正式宣布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，一些投资者却过早地抛售了自己的持股。这是不应该的，因为期末价格往往会高于期初价格。因此，不要在第一轮竞价公布后就出售持股，除非你能看出阻止收购的真正风险。并购套利专家只对正式公告过的收购案（公司发布正式公告）感兴趣。如果能够认真分析，我相信他们一定能找到一条赚钱捷径。

预测短期内的收购目标是不现实的。

在本章的大部分内容上，我讲的是被收购公司。那收购公司呢？通常，如果收购方有强烈的收购动机，且出价比较合理，那么目标企业的股价在相当一段时间内（中期内）的表现都会不错——毕竟这是一个利好消息。不过，对那些“转换协议交易”（通常被称为“不容错过的交易”），我通常相当怀疑。不少收购方在这些交易上付出了高昂的代价。为此类交易融资时，大部分公司都会选择银行贷款或发行债券。因此，如果它们采用的是极不寻常的融资结构，比如可转换优先股，那通常是一个警示信号，表示传统融资渠道不欢迎它们。对这类交易一定要小心。在2007年年初私募股权泡沫的鼎盛期，我说出了自己的观点，向大家袒露了我对“低门槛贷款”的担忧。如果从私募股权股东的角度看，这类贷款很诱人（对公司业绩要求很低或没有任何要求）。但这类交易会有某些条款，当公司财务状况恶化到一定程度，或违反签订的协议时，贷款将会被收回。有时，这类贷款也被目标收购公司的管理层使用，以实现管理层控股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

Chapter10

我最喜欢的股票

我的核心投资策略就是以合适的价格买进那些复苏股或转机股

我们总是尽可能地降低持股成本。在这方面，我清楚地记得两件事：首先，没有人能够永远以低价买进，或以高价卖出（除非是伯纳德·巴鲁克所说的骗子）；其次，最低的持股成本才能保证成功。我们一直在努力降低持股成本，如果股价下跌，那我们就买入更多。

——比尔·米勒



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以具有吸引力的价格（低价）买进那些可能的复苏股和转机股，是我的核心投资方法，在管理特殊情况基金时更是如此。这些公司的业绩通常都很差，而且这种情况可能会持续一段时间。很多投资者不喜欢这类公司（经营很差），在有更好的投资机会时往往会将其出售。这种投资方法经常会与管理层的变动、公司重组甚至是股权结构的变更相连。同时，我也喜欢那些“非热门股”。彼得·林奇青睐的股票至少要具备以下特质之一：①看上去呆滞乏味，甚至有点荒诞；②备受争议；③分拆股；④未能得到机构投资者的重视，也未被这些机构买进；⑤公司有谣言，控股股东传言是黑手党；⑥业务让人倒胃；⑦处于无增长产业之中。这些特点能把大多数机构投资者和私募股权投资者拒之门外，但同时也能给我们带来很好的投资机会。

在我看来，分析师放弃对一家公司进行调研（当然更不会对其做出预测），是一个很好的买进迹象。除此之外，公司面临破产或申请破产保护时，也是一个很好的买进机会。我在后面这类公司上收获不错，比如有线电视公司（马可尼公司和欧洲隧道公司等），它们已经离开机构投资者视野很长时间了。同样，某些资本结构复杂或不寻常的公司也让很多投资者望而却步。

我喜欢“非热门股”。

当公司引进了新的管理层，且这些管理层进入后能向公众坦承公司存在的问题、落后于竞争对手的领域，以及制订一个清晰的工作计划时（在这种情况下，它们通常能把琐碎的事情做好，有时甚至比竞争对手做得还好），这种公司是最好的复苏股候选人。如果这些因素是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可量化的，那就更好了，这样你就可以明白新团队的绩效如何，以及它们处于复苏之路的哪个阶段。通常大家认为决定零售公司好坏的，是公司对细节的把握；在复苏股上的筛选也是如此。不过，你不能把处于复苏期、表现不佳但商业模式尚可的公司，与那些没有商业特权的公司混为一谈，后者是永远无法复苏的。

如何购买复苏股

购买这类股票前，你需要掌握所有信息。这个过程绝非惬意，不过千万不要因此退缩。当大家都掌握了该信息，公司已经开始复苏时才买进公司股票，你就会错过最赚钱的时段。所以，投资者要忍受这种煎熬（要提前收集信息，忍受前途不明的痛苦）。另一方面，投资者也会犯另一个错误——过早介入复苏股。对我来讲，在初期，我一般只会买进少量份额（比如10个基点，0.1%），然后对其保持关注，直到确信最糟时刻已经过去后再加大投资。第一个坏消息（比如首次盈利预警）往往不是最后一个——大家要明白这一点，这一点很重要。有更多坏消息的信号就是公司内部人员股票的卖出，在这种情况下，他们还会强颜欢笑，并向股东解释，但这些解释都很空洞和宽泛，他们对未来也不再像过去一样信心十足，言之凿凿。因此，投资者在买进这类股票时要有足够的耐心，尤其是在安排主要的介入点时。正如比尔·米勒所说："在确定投资对象有投资价值后，降低持股均价是一个不错的选择。"我管理着大量资金，所以在有机会买进合适的股票时，我必须动作迅速。至于我们内部的分析师，他们往往在股价开始复苏

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时才开始分析（当然，这时他们对股票的评价都会变得很正面）。而我则需要提前一步，这样才可以在复苏局势并不明朗、市场上还有不少卖家时买到相当份额。偶尔会发生这样的情况：当大家都认为某件事（如一场诉讼，行业内闯入新人等）对公司有负面影响时，公司股价就会下跌相当长一段时间。通常来讲，这类事情真正发生之时才是公司股价最低之时，但早一步买入才有意义。

第一个坏消息（比如首次盈利预警）往往不是最后一个。

我同样青睐那些回报大于风险的公司，持有它们的股票你能赚很多钱并且不会出现太大亏损。有一家石油勘探公司就是这样。它拥有多处成熟期油井，从这些油井上它能收到长期稳定的现金流。同时，它的资产负债状况也很好。因此，它能够把现金投入到新油井的勘探上（这类新油井一旦成功将带来巨额利润）。自然，那些既能让你赚得盆满钵满，也能让你赔得一塌糊涂的公司不是我的首选。

我青睐那些回报大于风险的公司。

和复苏公司一样，我也喜欢比净资产价格低很多价格出售的公司、增长不被看好的公司（原因既可能是因为大多投资者对其不熟悉，也可能是虽然某个部门有增长潜力，但作为整体公司经营不佳）、某个行业内股价异常低廉的公司（不过我并不认为股价最低的公司就是最便宜的），以及那些有可能被兼并收购的公司。当然，这些情况彼此之间并不矛盾，有时你可以在一家公司上面发现上述所有特质。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

GMO资本管理公司主席杰瑞米·格兰桑观察到在美国成长型投资和价值投资领域中一个有趣现象：成长迅速的公司受人瞩目、引人眼球，似乎持有此类股票是如此理所当然，以至于没有任何风险。但这样做的结果是，这类成长股在以后50年每年会落后大市1.5个百分点。与此相反，价值型公司则是那些看上去毫无生气，并且在平均水平之下苦苦挣扎的公司。人们似乎一眼就看到了这些公司接下来的糟糕表现（出现时就会带来巨大的风险）。所以，为了弥补风险和基本素质的不足，价值股的表现每年会超过大市1.5个百分点。

格兰桑先生说得实在是再好不过了。对此，我的回答是：我知道自己应该在哪些地方做长期投资，也知道该在哪些时候做短期投资。事实上：短期内，某种投资模式会在几年内超过大市；但此后，则会落后大市数年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章



Chapter11

交易技巧

股市会给你很多补杆机会



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

早期担任基金经理时，我经营的是一个数额较小但投资集中的组合。当时，我不仅要选择投资项目，还得自己做交易，因为我认为后者有助于积累股票买卖经验。但是，这是一项很耗时的工作，有一个负责的交易团队可能会更有帮助。基金经理要和他的交易团队保持良好关系，一个好的交易员需要明白基金经理什么时候想买，什么消息值得重视，以及什么只是老生常谈。

过去10年，我变成了一个狂热的钓鱼爱好者。这不是因为我觉得自己已经很成功而不需要奋斗了，而是因为我想把股市行情抛诸脑后，好好享受几个小时的愉悦心情。钓鱼和股票买卖之间有很多相似之处。当有鱼上钩时，你要知道什么时候该收线以及什么时候该把线放得更长。同样的道理，在股市上，你也需要明白什么时候应该积极买进或卖出，以及什么时候应该等待市场时机变成熟。

大多数时候，我想买进的数额都高于股市能即时提供的，因此，我需要花好几个小时，有时甚至是好几天时间来完成我的预定计划。因此，大宗交易（可买进或卖出）就显得很重要。只要可以大规模地买进或卖出，这几乎是最便利的交易通道。因此，我们的交易员得找到这类机会。有时，只有当一只股票被大规模卖出时，我们才对其感兴趣，比如有人大量卖出一家我感兴趣的小公司的股票。在我们的交易员中，有一位担负着特殊任务，独立于其他人之外，在“中国墙”⊖那边为我们处理敏感的大宗交易。我喜欢和其他基金经理进行大宗交易，这是最划算的。其之所以会发生，是因为不同基金有不同

⊖ Chinese Wall是指长城，在此直译为“中国墙”，实际上是指职能分隔制度。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资金进出，而且基金经理的投资风格也不相同——成长型基金经理会买进成长股并卖出价值股。

我只在少数交易上设置价格限制，通常会把交易权放手给交易员。但当股价跑到设定价格3个百分点以外时，他们则会来征求我的意见。当确实需要设置上下限时，我不会设置整数位，因为大多数投资者都会这样做——以10或100的整数倍来设置。当市价是98点时，他们会说最高100点买进；而当价格是93点时，他们则会说最低90点卖出。而我设置的上下限则都在整数位周围，所以如果出现前面那种例子，我会把上限设置为101点，而把下限设置为89点。在申购新股和配售时，这尤其适用，因为大多数价格限制都在整数位上。在整数位周围设限能增加我们在股票买卖上的成功率。

> 大宗交易是最划算的交易手段。

我经营的大都是开放式基金（投资者可以随时增加或赎回投资，从而导致基金规模扩大或缩小）。所以，我需要持有大量流动性好的股票以便赎回。但赎回数额和基金规模之间并没有什么必然联系。流动性好的股票市价往往较高，所以流动性差一些的股票其实更实惠，这是规模小、流动性差的股票的一个优点（不过这种股票很难成交）。

> 我只在少数交易上设置价格限制。

有时，你的交易机会不止一次。除非相关新闻太引人注目，否则

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只要你有足够耐心，最初的狂潮总会退去，这时你就能得到第二次机会。美盛资本管理公司主席比尔·米勒把这比做高尔夫运动中的“补杆”，是指在没有任何处罚的情况下得到第二次击球机会。股市中，你会发现很多补杆机会。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章
Chapter 12

使用技术分析和图表

技术分析能帮你及时止损和扩大盈利

真理比事实更重要。

——弗兰克·劳埃德·赖特



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究一只股票时，我最先看的就是它的股价图（一般是3～5年的股价图）。因为我想看看它目前的股价在历史价格中的位置。如果其他股票下跌或盘整了很长时间，而一只股票却涨势喜人，那我会对其另眼相看。而当我得知某家公司（很久没人关注的）出现了新变化时，我考虑的则是我是不是那个最早知道消息的人，以及其他投资者是否也已经知晓并采取行动——这在股价图上会有明显反应。如果一只股票表现良好（即股价已经翻了两三倍），那股价肯定反映了很多好消息——我对这种股票总是相当谨慎。2007年的股市就是这样，在2003年的谷底之后，出现了持续4年的牛市。周期型的制造业和钢铁公司的股价上涨了三四倍之多。这与亚洲尤其是中国对这些产品的特殊需求分不开。当时我们有一个年轻的基金经理从中国回来，他说“中国需求”对任何公司而言都是最诱人的。我的看法则是：它确实很诱人，但是有多少投资者已经知晓并有所行动呢？那些最成功的投资者可能早在2004年、2005年或2006年就购买了这些股票（不过这次我太过谨慎了，直到2008年上半年它们表现得都相当不错，下半年才开始下跌）。不过这并不意味着我不会购买那些风头正劲的股票，有时这也是很好的机会。不过我觉得在市场下跌时，这类股票有更多的风险（即使上升空间很大，基本面很好，但很容易迅速下跌，这一点很重要，然而很多没有经验的基金经理对此并不理解）。所有股票中，我最不喜欢的就是那些股价

> 我最先看的就是股价图。

> 我不喜欢“击鼓传花式”股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已经很高但仍有一定上涨空间的股票——投资者希望在股价下跌之前再从中多赚一点并将其转手卖给别人。对这种股票，我称之为“击鼓传花式”股票。

为何要做技术分析

我对技术分析感兴趣始于我的第一份工作。那是20世纪70年代初，当时我在一家名为凯塞·厄尔曼的小银行工作。那时，我刚大学毕业，这家银行的投资总监在面试时，给我看了玛莎百货的股价图，并由此说出他的投资结论。当时，我心里很紧张，因为我对技术分析一窍不通。尽管我不住地点头，但其实什么都没听懂。至今，我对此仍记忆犹新。凯塞·厄尔曼共有三位全职分析师：一位经济学家、一位基本面分析师以及一名技术分析师（这在当时是很不寻常的）。这位技术分析师名叫亚瑟·亚伯拉罕斯，是一位优雅的绅士。他的两大人生乐趣就是分析股价图和收集维多利亚时代的画作。很早时候，他就领略到阿特金森·格里姆肖作品的魅力。他告诉我们这些画作可能是最好的投资品，他很喜欢炫耀这一点。但不管怎样，亚瑟教给我很多技术分析知识：怎样使用移动平均线和相对强弱指标；怎样用图表预测未来的下跌趋势等。我记得我的首次投资是一家锡矿公司，投资额大约是100英镑，并最终从中赚取了20英镑。这是我少有的几次个人投资，当我开始管理基金后我就不再做个人投资了，而是把钱放入我的基金中。我想这应该是所有基金经理的标准做法。不管以后的基金经理表现如何，我都会保持我在特殊情况基金和全球特殊情况基金的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的大部分股票资产都在这两项基金中。

今天当我根据基本面决定投资个股时，我会把技术分析当成一种辅助措施。

我的意思是说，如果技术分析和我的观点一致，我的投资就会比预定的投资更多。如果技术分析和我的乐观看法不太一致，那我就会检查一下我的投资计划，看看是否忽视了某些消极因素。只有当我对个股基本面的判断十分有把握时，我才会不理会技术分析的结论。除此之外，如果两者之间出现矛盾，我总会减少或取消投资。

技术分析在投资英国富时350指数成分股，特别是富时100指数的大盘股时尤为有用。在小盘股上，大中型基金的基金经理往往要花上数天甚至数周时间来买进足够股票，这时，技术分析就不起作用了。在做基本分析时，大公司是最复杂也最难分析的，所以技术分析就能提供一定帮助，告诉我们人们忽视的某些信息。更重要的是，那些大公司的股价图能告诉我们比想象中更长远的发展趋势。我会根据技术分析的结果来安排我进入或退出、加仓或减仓的时间。股价图是一段时间内大家对一只股票所有观点和看法的直观表现，有时更能在问题出现之前发出预警信号。基金经理都明白，在他选择的股票中至少有2/5会表现不佳。所以，技术分析是相当重要的，有时我也用它筛选股票：筛选出我需要具体考察其基本面的公司（有时，技术分析能预测复苏股的趋势反转）。

做技术分析时，“有使用股价图的意识”比“决定使用哪种技术分析方法”更重要。我的这一看法常常让人感到惊讶。对此，我的建

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议是找到一种适合你的技术分析方法，然后一直用下去。我主要使用两种技术分析方法，但同时也会关注一下经纪人的技术分析结论。富达内部有一支干练的技术分析团队，每个月我都会和他们开一次例会，并回顾总结股票行情。有时我也会去参加面向所有基金经理和分析师的全球股市评论大会。同时，我也有一位非常优秀的技术分析师（他曾在波士顿工作过），在投资时我常常会参考他的分析结论。共同基金也很看重股价图提供的信息，我们的很多办公部门都有图表室。

> 找到一种适合你的技术分析方法，然后一直使用下去。

我用的外部服务主要来自一家名为“定量技术分析服务”（QAS）的美国公司，它由马尔·勒施经营（他为人非常幽默）。令人悲痛的是，马尔先生在我写这本书的时候去世了，我第一次见他是在20世纪80年代，一位澳大利亚的股票经纪人组织的经纪人会议上（地点是在瑞士的Wengen）。我对此记忆深刻，第一天上午全是公司推介，下午我与公司高管和其他基金经理一起去滑雪。第二天的推介持续到上午10点左右，刚好到了休息时间，所以大家又去滑雪。第三天的安排和前两天差不多，但早餐的时候雪花翩然而至。主办方看到这个后就说：“神啊，让我们忘了今天的推介去滑雪吧！”那次会议上，澳大利亚公司并没有给我留下什么印象，不过我幸运地认识了马尔，对此我一直感到欣喜。

马尔的系统囊括了全球绝大部分股票，也包括各种市场指数、汇率、商品和利率。这个系统会根据它们的价格周期来评级。比如A1和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

A2是指绩优股；B3和B4是指高价股；C5和C6表示有下跌趋势，而D7或D8则是指无潜力股。使用这个系统时，你得输入股票在不同时期的绝对股价和相对股价。只要购买了这一系统，你就能很迅速地掌握全球股市动态，并了解哪些是它看好的以及哪些是它不看好的（所有国家的股票都根据行业来分类）。

Wengen会议后，我每个月都要和马尔通一次电话。他也每隔两三年就到我们的伦敦事务所拜访一下。和他之间的交流就好像是病人看医生，在那儿，我既能听到自己想要的好消息，也会听到自己不希望听到的坏消息。每次通话，我们都会讨论我投资组合的大趋势。不管是积极的还是消极的，马尔都会告诉我他的观点。和任何一个投资者一样，马尔也并不是全都正确，但总体上来说，他对的时候更多。在投资领域，当你出名以后，人们往往不是告诉你他们的真实想法，而是告诉你他们自认为你希望听到的。但马尔显然是个例外，他很乐意告诉我哪只股票会下跌，或者会说："你是在谈恋爱而不是在投资"，有时更是直截了当地说："安东尼，那个实在是太糟糕了。"对基金经理来说，反复检查是很有帮助的。

对基金经理来说，反复检查是很有帮助的。

技术分析的一大作用就是帮你止损及扩大盈利，但这总是说易行难。内心深处，我是一个基本面分析师，但我相信把两种方法结合在一起效果会更好。几年前，我曾在一个技术分析会议上发言，当时我说如果我被困在一个荒岛上，只能使用一样东西来做投资分析，那我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



会选择一本即时的股价图。这个选择直至今天也没有丝毫改变。基本面数据的缺点是你需要用很多数据才能做出详尽分析。如果没有选择，那我会只用股价图来经营我的投资组合，尽管它肯定不是我在荒岛上的首要必备品。

最后，我认为图表能很好地反映公司的财务数据。我喜欢用图表的形式来考察一家公司的各项比率和指标，这样我就能看到它们的历史情况和未来的发展趋势。此外，图表通常更易读，对我这样需要回顾很多数据的人来说尤为有用。在与公司会谈之前，我要看看这家公司的图表。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章
Chapter13

我的信息来源

在投资这个行业，你不会找不到答案，重要的是要明白向谁发问以及问什么问题

投资者最伤神的事就是处在一张由无尽的噪声和不相关的闲话编织成的网中。噪声是人们随口说的与投资决策毫不相关的即时资讯，不相关的话则是那些说大话、漂亮话的人的闲言碎语。认真的投资者需要不懈努力，从无尽的信息和观点中汲取知识并提炼出投资良策。

——巴顿·比格斯

在市场中，每个人看到的是同样的东西，阅读的是同样的新闻，得到的是同样的数据。想要得到不同结论的唯一方法就是使用一种不同的方式来整理数据，或者以异于传统的方式去处理数据……

正如我所说的，出现在新闻中的事，一定也体现在股价上。

——比尔·米勒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

30年来，电脑和网络逐渐普及，投资者得到的信息量也显著增加。此前，基金经理的工作是收集他人没有的信息，许多工作都与信息采集有关。而现在想要找到别人没有的信息就变得非常困难了。我们的任务从收集数据转向了数据分析——这是一个很有意义的转变。

我喜欢详尽的资讯：丰富的数据、不同的观点和大量的分析，也渴望寻找那些非传统的观点，而且你往往不知道下一个好点子是从哪儿来的！所以我喜欢各种不同的信息来源。得到它们后，比较和筛选就成为我的核心工作。错过一次毫不知情的投资机会，比让我了解它但拒绝它更让我沮丧。我希望自己的信息渠道能宽泛到足以得到所有投资者的想法。同时，我也会听取公司内部分析师和外部经纪人的汇报。同样，我也会听听小经纪公司和大型投资公司的意见，因为它们都有自己的优势和劣势。内部分析师和外部机构提供给我的信息可以称得上是我的生命血液——一般会通过书信、电子邮件、语音邮件、面对面的谈话或电话谈话的方式传送到我手中。如果可以的话，我愿意一直这样过下去，直到生命终止。在浏览这类信息时，你要明白自己对什么感兴趣（很多时候，我只是浏览一下标题）。通常，我会把邮件标题打印出来，因为书稿比电子屏幕更易读。如果一项报告只是附和我的观点而没有任何新意，那我是不会看的。让人高兴的是，现在很多研究报告都用表格来展示，这能让人很快抓住主旨，而且报告在主体内容之前通常会有两三个主旨概括。如果某些研究员的研究更

> 我喜欢详尽的资讯，你永远不知道下一个好点子是从哪儿来的！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实用，我就会在他们的研究报告上花更多时间研读。在筛选这些研究员的评价上，我花费了好几年时间。

近些年，我越来越喜欢调研，比如市场调查，以及拜访那些观点不为众多投资者所知的专家。现在，经纪人的调研已经越来越商品化，且机构也越来越多地和公司高管进行一对一的会晤，所以我们就得用新方法提高自己的竞争力。为了避免泄露信息，我无法详细介绍这些新方法。不过，我觉得优秀的投资者都需要问问自己：如何独立思考，以及如何找到其他竞争者无法找到的信息。总的来说，投资这个行业并不缺少答案，缺少的是发问的能力——知道该问谁，以及问什么问题。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章



Chapter 14

经纪人的重要性

不要和你没见过面的人做生意



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管有庞大的内部研究团队，但我仍很看重经纪人带来的信息。这一点常让人感到奇怪。我经常联系的经纪人有40位，其中不仅有伦敦大型投资银行的经纪人，也有那些区域性小型投资银行的经纪人。我希望我们的分析师能通过各种渠道得到信息，并根据这些全面详尽的信息来进行分析。因为拥有独立的信息渠道，所以我可以自行决定交易规模（而其他富达基金经理由于共用信息，所以要按公司要求来安排交易规模，并由交易员负责买卖）。

在富达内部，大家对经纪人的作用有不同看法。有些同事压根儿就不用经纪人，他们认为经纪人靠佣金吃饭的模式是无法给投资者带来利益的。但现在那些对冲基金（交易比长期投资者频繁得多）却越来越重视经纪人，并提高了经纪人在公司内部的地位——这种做法让它们获益良多。

投资股票时，你得明白自己的投资理由。这一点你能从经纪人那里找到（他们一般都有专人负责某只股票的买卖）。我的经纪人大都明白自己所负责的股票的未来发展、我的投资风格和偏好，以及他们自己对这只股票的看法（我曾经怀疑经纪人的立场，怀疑他们只是经纪公司的传话筒，不过对某些较顺从的经纪人来说也确实如此）。他们一般会告诉我谁是他们负责的公司的最佳分析师（在英国或美国，每个上市公司都有一群专属经纪人），之后我会登门拜访这些分析师。这些分析师有一项优势，那就是他们对公司的追踪时间很长，远超过我们内部的分析师（内部分析师一般每隔两三年就会转变跟踪方向），但有时这也是一项劣势。现在，大部分经纪人写的书面报告都会受到公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

审查，有时他们自己也知道不能写什么。因此，与经纪人会晤或打电话仍然非常重要，这样你就可以得到一些报告上没有写出来的信息。

有时，我会问经纪人一些其他投资者还不知道的公司内部信息，包括投资银行和专属交易员与公司举行的会谈纪要等——这些信息都是我非常感兴趣的。

当然，我也会看经纪人的笔记和他们在英国公司、行业、经济战略规划、估值模型等方面的电子版信息。经营欧洲基金时，我也看他们对欧洲大陆的研究。有时，我也会看一些全球战略规划信息，比如中国和中国企业过去三四年的发展报告。不过这类研究中的80%都是建议买进的，所以我更看重那些建议卖出的报告——对这一点，我的交易员非常清楚。经纪人在给我发送信息时，通常会采用数种方式，电子邮件、声讯邮件和笔记（在研究报告的某部分写下一些笔记来吸引我的注意），以防我收不到。但我告诉他们不要这么做，电子邮件或声讯邮件都可以，但不要同时使用二者。

我早年的一位同事（富达的同事）曾说，他永远不会和未谋面的人做生意。对此，我非常赞同。早期拜访公司时，我会和公司的专属经纪人一起去（至少每年两次），并听取他们的意见。现在，客户和经纪人之间已经越来越没有人情味了，但我认为和电话那头的经纪人培养感情是很有帮助的（即使你是客户）。某些基金经理认为是经纪人有求于他，而不是他有求于经纪人，这种想法是错误的。

以前，我对分析系统很感兴趣，其中一个就是Alpha Plus分析系统，它能让经纪人在推荐股票时更加专业化，而且能很好地量化荐股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功率。起初，我认为这有助于我鉴别出那些有帮助的经纪人。但使用一段时间后，我对它产生了怀疑。我发现它没有Marshall Wace TOPS经纪人信息系统有用，后者使用复杂的电脑软件来分析经纪人和分析师预测的股票表现。Alpha Plus系统中最好的经纪人并不是最有帮助的，所以我转身成为Marshall Wace TOPS系统的忠实“粉丝”。曾有一个我很推崇的对冲基金经理对我说：“安东尼，你我没必要是第一个给经纪人打电话的人，也没必要在第一时间知道他们买卖的股票，但我们要知道他们是否有让人信服的买卖理由。”起初，我认为这个观点是错误的，但事实证明他是正确的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

Chapter15

时机把握和市场运行规律

一个成功的时机把握者一定是一个逆市行动者

你将为愉快的共识付出高昂的代价。这并不是实体经济造成的，而是投资者自己造成的。不确定性是“长期”价值投资者的朋友。

——沃伦·巴菲特

美国将走出这次危机（2007年的金融危机）。在过去的25年里，我们只经历了两次衰退，而且总计只持续了17个月。作为长期投资者，我们在持股的95%的时间里享受着经济增长带来的好处，只在5%的时间里遭受着经济衰退带来的寒冬。

——比尔·米勒

每个人都能在股票市场上赚钱，但并不是每个人都有足够的心理承受力。如果市场一有恐慌你就抛售，那你就不应该买股票和基金。

投资最昂贵的四个字是：这次不同！

——约翰·邓普顿



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管市场的公允价值比单个公司的公允价值更难得到，但对个股适用的概念通常对市场也适用。牛市倾向于掩盖忧虑情绪。当市场处于底部时，所有问题和担心都被扩大化，而当市场好转时，它们则会淡出投资者的视野。烟草行业股票的股价就是一个很好的例子。尽管企业有很好的预期盈利，但股价却被低估。因为投资者都担心诉讼风险和行业的衰退（特别是在发达国家）。2007年年末，这些问题都被遗忘，但我敢肯定：当人们重新想起吸烟有害健康时，这些股票的股价一定会再度低迷。不仅在西方发达国家，在新兴市场国家，烟草业在长期内都会不断衰退。市场就好像是一张纸，牛市时，纸的裂痕被掩盖住，而熊市时则会被曝光。但关键是，不管是在熊市，还是在牛市，裂痕始终是存在的。这与我们欣赏画作时的感受一样——从一个侧面你可能看到的是笑脸，但从另一个侧面来看则可能是愤怒。画本身并没有改变，只是欣赏的角度变化了而已。

> 牛市倾向于掩盖所有的忧虑情绪。

股市是对未来的完美反应，不要小看这一点。股价走势代表了投资者对未来6～12个月的预期。在我看来，预测市场走势是很困难的，而前后一致的预测更是难上加难，所以我建议投资者不要进行市场预测或时机预测。当市场上涨时，人们会变得更加乐观，而当市场下跌时，人们则会变得更加悲观——这是人的天性。在市场处于顶部时，人们对未来的预期总是一片大好，而当市

> 市场就好比是一张纸，牛市时纸的裂痕被掩盖，而熊市时“裂痕”将被曝光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场处于底部时，预期则总是一片悲观。大多数人会在牛市成为乐观主义者——更乐意买进而非卖出；在熊市成为悲观主义者——更乐意卖出而非买进。所以成功的时机把握者应该逆市而动，并能很好地控制自己的情绪。认为趋势能持续的人越多，趋势越不能持续。从历史记录来看，专家们把握市场时机的能力都很差（但大部分人却不这样认为，他们觉得大多数人的观点是错误的，所以应该相信所谓的专家）。市场的发展往往会证明大部分人是错误的。所以，久而久之，市场顶部或底部就会变得越来越模糊，以至于投资者根本就没办法辨别。简言之，如果拐点那么容易辨别，就不会有拐点了！

因此，我们可以看到一个有趣现象：进入股市的时间越长，对市场的看法就越成熟（即不再判断股市拐点）。尽管这听起来好像很愚蠢，在此，我得说这只是我的个人观点，但这也是我职业生涯中为数不多的几个有见地的观点之一。对那些想抓住市场时机的投资者来说，我只能提如下建议：大部分牛市的持续时间都比预料的要长。牛市之后，通常要有数次震荡之后才能出现真正的熊市（我个人认为这是因为消除牛市的乐观情绪需要一段时间）。毕竟你要明白在长期的上涨行情中人们很容易产生乐观情绪。如果错过了牛市中最好的时机（也就是后半期），那收益率就会受到很大影响。

> 股票市场是对未来的完美反应。

> 在长期的上涨行情中人们很容易产生乐观的情绪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的顶部和底部

市场在底部时可能会出现一个V字形走势（也就是说在牛市到来之前会有一个下行趋势），而在顶部则会有一个倒V字形走势。有时，市场在股价出现了指数级的增长后通常会出现一个圆弧顶（但某个板块或个股出现这种情况的可能性更大），这通常是一个预警信号。当股市处于顶部时，并不是不会出现好消息，而是说无法出现更好的消息；在底部时则是相反的情形。尽管如此，找出市场反转的动力仍然非常困难。我经历了两次熊市，其中只有中东战争的爆发可算是市场转熊的直接导火索，但这是一个例外，在战争爆发前市场已经下跌了很长时间，人们也预测到战争爆发的可能性。然而，在大部分情况下，人们都找不到出现拐点的原因。这也证明了我的另一个观点：市场在利好和利空消息之前就会做出反应（要切记而不是在消息来了以后再反应）。在大多数情况下，你无法提前看到这些导火索。突发事件会让局势变得明朗，但缓慢变化的事件则不会。

当市场处于底部时，整体环境都是动荡不安让人忧虑的。这时，你会觉得一切都将陷入深渊，整个金融系统将崩溃。市场内充斥着悲观情绪，所有人都在极力抛售，没有人愿意买进。这时，市场已经到了最黑暗的时刻，但这也恰恰说明黎明即将到来。我经常把这一点告诉我的同事。市场在底部反转并不是因为多头的进场，而是因为空头停止了抛售。这时，你要密切关注投资者的资金动向，如果进场资金很多，那说明利空消息正在慢慢削弱。不要指望公司高管告诉你市场会在何时出现拐点，他们对市场顶部的判断也不会比基金经理更准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常，在股价初次下跌时，人们会误认为这就是市场拐点。这时，分析师会打电话询问公司高管，而对方会告诉他们公司经营状况良好，并没有出现产品需求下降的迹象。这就更进一步增强了多头的信心。但我们要明白股市是对实体经济未来6～12个月的预期。如果股价已经上涨了两三倍，之后只出现一个10%的回调，因此你判断市场已经进入下跌轨道，那恐怕还为时过早。切记一点：股市的运行有周期性，绝对不会永远上涨。在市场已经经历了很长一段牛市后，你应该变得更加谨慎。这时，有人会对我的这种态度表示怀疑，认为市场依然向好，没必要那么保守。但根据我的经验，在长期的上涨之后，你应该做一些防御性投资，即使市场前景看起来依然向好。问题的关键不在于市场前景如何，而在于股价已经反映了什么？

在市场经历了一段长期的牛市之后，你应该变得更加谨慎。

在评估市场前景时，我重点考察三项因素。不过人们对经济前景的看法不在此列，因为投资者的观点总是在不断变动，当市场处于顶部时一片大好，而当市场处于底部时则是一片黯淡。因此，在我看来，分析人们对经济前景的看法无法帮你准确把握市场时机。我要考察的三项因素依次是：①牛市和熊市的历史，即历史上牛市和熊市的持续时间与波动幅度（股市上涨、下跌的时间和幅度与历史情况是高度相关的）；②投资者的情绪指标和行为指标，比如涨跌期权比率、顾问情绪指标、市场宽度、动荡程度、基金的现金头寸和对冲基金的总风险程度以及净风险暴露度。当这些指标显示市场处于极度乐观和极度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悲观的时候，你就应该反向下注。最后，我会看那些长期估值指标，特别是市净率和股价/现金流。如果它们超出了正常范围，那就预示着风险或者机会来临。如果上述三点相互确认，那就说明拐点即将出现。我们无法预测拐点会在哪一天、哪一周或哪一月出现，但可以预测拐点会在哪个季度出现。

尽管我对市场有上述观点，但在具体运营基金时，我很难抓住大的市场时机（经营特别价值投资信托是一个例外）。我不会在所有投资项目上全面下注，而是渐进地调整投资组合，先拿几只个股做实验（我可能会犯错，但犯错的几率在我可接受的范围内），以避免一旦预测失误造成的严重后果。对宏观经济的看法决定了我的组合方向和持股种类。比如，当我认为牛市已经发展到成熟期时，我就会减持高风险股票和股价已经有过出色表现的股票。接下来，我会继续按照这种思路调整投资组合，直到我认为市场走向已经发生了变化，这时我会相应地改变投资策略。

考察宏观因素时，我不是以自己对现实世界的理解来选择投资策略，而是找到我与大众理解的分歧之处。也就是说，我会考察大众对利率、通货膨胀率、股票和基金的回报率，然后再看我自己与大众观点的不同之处，并在这些不同之处下注。即便这些不同之处很细微，我也会对它们给予特别关注。如果我认为某种情况很可能发生，那么我会考虑情况发生后会出现什么结果，然后再根据客观现实来分析这种结果是否会发生。从结局来考虑问题有助于我们理解自己的观点是否讲得通。一般而言，在一轮行情中领涨的板块不会在下一轮行情中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

继续领涨，所以，我认为商品零售业和采矿业不会在下一轮牛市中有上佳表现。

过去几十年中，对冲基金变得越来越重要，这使得无论是市场还是个股，其上涨和下跌的时间都在缩短。不过在我看来，这给那些能进行一两年投资的长线投资者提供了更好的机会，而那些一周或一月的短线投资者则变得更加艰难。真正的投资者应该从高处俯瞰整个森林，而不是从细微之处做分析（这正是大部分投资者的做法）。前面这种有全局观的投资者很少见。对冲基金的发展给这些视野广阔的投资者提供了机会。我建议个人投资者把分析的时间扩展到五年，至少也应该在三年以上，同时不要把你三年内要用的钱投入股市（如果你这样做了，那你应该对风险给予特别关注）。

> 不要把你三年内要用的钱投入股市。

> 不要单独犯错。

> 股市的核心之处是人类的两大基本情绪：恐惧和贪婪。

就像杰瑞米·格兰桑所说："股市的波动幅度远远超过了未来盈利、分红和现金流的增长幅度，也远远超过了国民生产总值的波动范围，而后两项指标从历史上来看其增长率都是比较稳定的。"也就是说，股市是由贪婪、恐惧和职业风险驱动的，而非经济因素。真正的风险是行业风险和商业风险，它们共同塑造了我们的产业现状。减少职业风险（"不要单独犯错"）会产生羊群效应、动量效应和扩展效应，这些因素共同导致了定价错误。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市的核心之处是人类的两大基本情绪：恐惧和贪婪。正是这两者主导了市场的循环变化，并吞噬着投资者。如果你可以摆脱这两种情绪的影响，意识到它们并很好地利用它们，那你就具备了一个成功投资者的基本素质。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章

Chapter16

在业绩不好时，你应该做什么

当没有压力时，你就该紧张起来了

大多数投资者想在今天做昨天应该做的事。

——劳伦斯·萨默斯

PDG

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我一直认为，如果大部分基金经理都不了解一个行业，那它就是最佳的投资之处。然而不幸的是，现实情况与此恰恰相反，基金经理们每月、每周甚至每天都在研究所投资的行业，而且这种恶性竞争还在不断加剧，所以我想给投资者提供一些一般性建议，来帮助投资者处理和扭转这种现状。我的建议有以下几个方面。

- 不要过分自信地坚持个人观点，但也不要太妄自菲薄而没有主见。自信度应该保持在50%的水准上（0表示没有自信，而100%则表示太过自信并永远不改变自己的观点）。总的来说，就是既保持自信又要有灵活性。
- 不要故步自封，不留余地（比如你非常讨厌采矿业股票，让大家都知道这一点，从而让你很难买入这类股票，即使你应该买入）。要给自己留有足够的缓冲区。
- 保持谦虚，虚心听取别人的建议。为什么自己做得不够好？从同事身上发现自己的缺点和错误，并乐于听取批评。
- 客观地对待别人的观点，特别是当你的观点和对方相冲突的时候。这是非常重要的。永远不要认为自己在某只股票上是说一不二的专家，没有人能与你相提并论。应该实事求是地给予评价，评价为什么他们是错的而你是对的。投资时，应该吸取别人的“错误”教训，即为什么他们没能成功。
- 看自己的观点是否太大众化，大众化的投资一般风险都很大。
- 不要放弃自己的原则，也不要做与你的信仰相矛盾的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 如果让你从零开始投资，看看你的投资组合是什么，并看看这与你现在的投资组合有什么区别。
- 把过去6～12个月中最差的20个投资写在纸上，实事求是地分析为何这些投资是错误的。看看能从中吸取什么教训，以及它们有什么共性。应该更多地考虑你的投资风险。
- 合理安排每一天，规划好日程表上的各种事项。工作是每一天的主题。
- 每天要花足够时间去寻找新点子，而不是将自己局限在现有观点中。一成不变的投资是不合时宜的，应该不断加入新元素。
- 即使你不愿意采用技术分析手段来做投资分析，你也应该将它作为一种检验手段，看自己的观点是否正确。
- 从个股来把握你的投资组合，看它们是否与你的信心水平相符。看你最有把握的投资是否下注过小？组合的尾部特征是什么？组合中是否有你没有把握的下注？

> 当一切都好起来时，不要忘记曾经的困难。

- 不要将自己孤立起来，也不要宿命性地认为有些事情注定无法改变，不要切断自己和同事及客户的联系。
- 最后，当一切都好起来时，不要忘记困难的日子，因为你有可能会重蹈覆辙。这一点你不能忘记，我不能忘记，大家都不能忘记！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第17章

Chapter17

成就优秀基金经理的12项品质

性格比智商更重要

乔治爵士有与生俱来的洞穿万物（言语和其他事物）的能力，这种远见在看事物时也许很模糊，但一定可以发现事物的另外一面，并能遵循一定线索来探究事物的本质。在知识、学问、雄辩、社会影响力、财富以及名誉上，清晰的思路和过人的勇气往往无济于事。洞穿万物的远见才是伊顿和巴利奥尔学院的学生所欠缺的，也是他们的祖先忘记赐予他们的。如果缺少了这种天分，人的其他天分就会变得不值一文。而乔治爵士就具有这种"洞悉万物之眼"。

——丘吉尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我看来，要成为一个优秀的基金经理需要具备以下12项品质。

要有发现的眼光

经营一个基金就像是下棋，好的基金经理往往能比竞争对手提前想好未来的棋局，并做出预测。他不仅要看到一件事的即刻影响，也要看到该事件的后续影响。比如，每个人都知道美元兑英镑的汇率下跌对英国的出口商来说是一个坏消息，但优秀的基金经理还应该想到这对英国进口商来说是一个好消息（大多数英国服装都是从海外进口，并以美元标价）。因此，优秀的基金经理要学会全面思考和理解问题，并对别人认为理所当然的事提出质疑。寻找那些今天受到投资者冷遇但在未来会受到热捧的公司。优秀的基金经理应该具备这种眼光。

性格

好的性格很重要，甚至我认为这比高智商还重要。高智商固然很好，但若没有好的性格，再高的智商也没有用。优秀的基金经理应该能平静、客观地看待成功和失败，既不能让胜利冲昏头脑，也不能因失败而萎靡不振。情绪化的人是很难成为优秀的基金经理的。真正优秀的基金经理应该谦虚谨慎（但很多基金经理缺少这种品质），且乐于犯错：犯错本身就是工作的一部分。投资是一个不确定性很强的游戏，没有人能一直成功。一个好的基金经理应该有宽广的胸襟和不断质疑的精神，并从自己的过错中吸取教训。同时，也应该专心于自己的工作，不断努力，因为投资是一项日复一日压力很大的高强度工作，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个持续不断的过程，所以耐力很重要。作为基金经理，需要面对其他基金经理日复一日持续不断的挑战，因为大家做的是同样的事情，彼此之间是竞争对手。

➤规划能力

优秀的基金经理应该有很好的规划能力，因为信息往往是以一种无规律、无组织的形式涌现。所以基金经理得具备筛选整理信息的能力，来找出那些对投资活动有影响的信息。投资是一项没有起点也没有终点的工作，而且也不可能完全了解某一个特定行业或公司，所以你要不断地整理筛选信息。没有经验的基金经理往往觉得这是一项很艰巨的任务，举步维艰，原因在于他们没有规划能力。优秀的基金经理会对自己的一天工作进行规划，这样就不会为那些繁杂琐碎的事务所困扰。当然，每天都要留出来一点时间处理这些事务，但千万不要占用你的大部分时间。如果不注意，你就很可能被路透社或彭博社的新闻或财经报道迷住，但看这些东西其实是没有用的。一些同事（不是我们投资部门的同事）常问我市场表现如何，我对他们说我根本不看这些。这时他们往往都很吃惊。

我的主要工作就是消化信息，不管是手写的、电子的、有声邮件还是面对面的正式或非正式的会议。你要有消化信息的能力，通常我会在某些特殊时间内处理它们（比如在火车上阅读手写的研究报告，在开会或者坐出租车时收听声讯邮件等），大多数基金经理都会这样安排时间。合理的时间规划对基金经理来说至关重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析能力

基金经理总是喜欢探究事情的起由。他们不仅想知道导致结果的原因，还想知道这个过程是怎么发生的。比如，他们想知道开关被打开到灯泡开始发光的过程，以及灯泡的工作原理。在我看来，所有的基金经理都有一定的求知欲，都在不断地思考和探索。每个人都应该有自己的观点和想法，这是任何人都无法帮你的。在富达公司内，很多基金经理都是从分析师成长起来的，因为我们发现一个好的分析师一定会成为一个好的基金经理。

有很多人想加入我们的投资团队，有的人想成为分析师，有的则想成为基金经理。在对这些人进行面试时，我的同事问了这样一个问题："世界上有多少塑料袋？"他对这个问题的答案其实并不感兴趣，而是想知道面试者如何回答这个问题。那些有可能成为优秀分析师的人可能会从需求面开始思考：世界上有多少家商店，每个商店的平均购物次数是多少？ 也可能从供给面开始考虑：世界上有多少生产塑料袋的工厂，以及每个工厂的平均产量是多少？

成为复合型的通才

优秀的基金经理应该对自己投资的行业和企业有所了解，并且对每个领域的认识都要有一定的广度和深度。对一个新问题，只要有几个小时的学习就能比普通投资者掌握更多信息。尽管不需要达到专业行业分析师那样的知识水平，但多掌握一些行业和企业信息对投资肯定是有帮助的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



我遇到的成功基金经理，都有很广的知识面，其中还包括一些与股市无关的知识。这给我留下了深刻的印象。

➤对成功充满渴求

基金经理的工作竞争压力很大，但又不像其他工作那样你可以每时每刻看到他在做什么。杰瑞米·格兰桑这样描述基金经理的工作：基金经理的工作并不创造价值，但每年要耗费1%左右的成本。因为成本的存在，我们的投资业绩不会比指数好。因此，这就像是扑克游戏，胜者的收益和成本要由输者来承担。也就是说，如果你有2%的盈利，那肯定要有人亏损4%……这表明一些基金经理会被市场淘汰出局。记住，游戏中最差的参与者会被淘汰，所以竞争标准会越来越高，而且不断会有人加入这个游戏。

基金经理需要不断地激励自己才能在这场激烈的游戏中取得成功。

➤灵活的应对能力

每个基金经理都应该相信自己，相信自己的判断，但当情况发生变化时也应该适时地修正自己的观点。投资中没有什么是非常确定的，所以基金经理应该保持思维开放，不能太固执。有时候特立独行是对的，但如果太过偏执那就会处处碰壁。愤世嫉俗的人很难成为一个好的投资者。优秀的基金经

> 优秀的基金经理应该避免过度自信或反应迟钝。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理应该避免过度自信或反应迟钝。如果不能适时转变自己的思维方式，那你就不会取得成功。很多事情的发生都是不可预测的，如果它们否定了你的判断，那么你应该承认错误并继续前行。

敢于逆大众而动

优秀的基金经理是他自己的主人，是一个独立思考者，不会受传统观念的影响，并能勇于挑战传统。重要的是，要避免羊群行为，不受其他人或大众的影响。从众是人的本能，这在原始社会是有利于个体成长的，因此股市里很少有逆市投资者。经常会有人问我，为什么要做逆市投资者。对此，我认为我是后天学习的，但确实有些逆市投资者生来就是如此。

很多成功的投资在开始做决策时会感到“很不舒服”（包括一些很成功的投资也是如此）。如果在决策时觉得“很舒服”，特别是在市场已经复苏时，那就太晚了。一个好的投资者不应该因与众不同而不安，尽管凯恩斯说过：“通用的智慧，是随大流的失败比反传统的成功更容易让人接受。”

了解自己

优秀的基金经理应该了解自己，了解自己的优势和劣势，并努力去弥补劣势。同时，也应努力找到一种与自己的性格相符的投资方式，并在投资中贯彻实施。股市中有很多赚钱方式，而基金经理需要找到适合自己的那一种。找到之后，则应坚持下去。切记一点：基金经理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不可能做所有的交易，也不能不断转换自己的投资模式。

基金运作实质上是一种个人投资活动，因为最终的决策都是由个人来完成的。在基金运作中实行民主化是无法造就一个优秀基金经理的。

> 民主化无法造就一个优秀的基金经理。

➤经验

约翰·特雷恩发现了一种叫做“伊卡洛斯综合征”的现象，即投资者喜欢那些近期投资业绩较好的新手，没有什么比这更危险了。当下一个熊市到来时，这些新手就会从市场上消失。我喜欢的是那些经历过艰难时刻考验、久经沙场的老手。就像马克·吐温所说的那样：“历史永远不会重演，但会有相似之处。”类似的情况会不断发生，只有经历过完整的市场周期的投资者才能算是“成熟”的。把今天发生的事和昨天做比较是很有帮助的。

> 历史永远不会重演，但会有相似之处。

此外，优秀的基金经理永远不能停止学习。

➤诚实

诚实是必不可少的。这意味着不仅要对投资者、对公司和对同事诚实，还要对自己诚实，不能自欺欺人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

懂得常识

最后一条品质可能会让人大吃一惊，但我认为常识的确很重要。这一点也常常被人忽视。当我提出一些新观点或进行不同于以往的非常规投资时，我常会问自己：这行得通吗？让我惊讶的是，这种做法常能阻止我犯错，并避免了很多不必要的失误。看起来很好的决策可能并不是正确的。如果与公司高管开完会后，我产生了一些困惑，比如不理解市场对某些产品的需求，不理解公司的生意模式，那这通常是一个警示，尽管没人能看出来这有什么问题。在别人给我解释固定比例债务证券时（一种将贷款重新包装的复杂的高风险投资工具），我就认为这种产品毫无意义。我怀疑在此次金融危机后这种产品是否还能发行。很多投资者都希望能找到投资捷径，但我想告诉大家：投资要靠自己去思考，这是任何人都无法替代的。

> 如果看起来实在是太好了，那它很可能……

无论之前的专业背景如何，你都可以成为一个优秀的基金经理。以上各种品质中并没有轻重之分，好的基金经理需要有全面的综合素质。

最后也是最重要的，要牢记一点：很难评估投资业绩，比如当出现三连冠时，我们很难区分到底是运气还是对短期趋势的正确判断才导致这种成功。老练的投资者需要时间去检验自己的投资业绩。每个基金经理都有自己业绩不佳的年份，我在1989年、1990年和1991年曾连续三年业绩不佳！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分

Part 2

投资经历和想法

HUAZHANG CLASSIC · FINANCE & INVESTING

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第18章



Chapter18

一些重大的会见

它们只能用来补充我们的研究，不可单独使用



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与公司高管的会谈记录我都会记在A4笔记本上。我更喜欢用笔记本而不是单页纸，因为时间久了后者更容易丢失。我从1987年开始记录与英国公司的会谈记录，截至我离任（不再经营特殊情况基金）已经记录了52本（每本涵盖的会谈将近100次，所以有近5 000次会谈）。同样，1985年我们设立富达欧洲基金后，我也开始记录与欧洲公司的会谈内容，现在已记录了37本。

对外部人员来说，他们可能认为这是一件不可思议的事——对笔记的内容很感兴趣。然而，今天再次翻看这些笔记，我却发现大部分内容都那么平淡，即使当年记录得很详细也解释了很多问题的笔记在随后也会变得相当乏味。对这些笔记，你要记住一点：它们只能用来补充我们的研究，不可单独使用。在我早期的投资生涯中，最有趣的一些会谈发生在欧洲（在欧洲基金设立之前，我就开始在欧洲经营特殊情况基金了）。在随后的内容中，我将向大家展示其中一些会谈。

我对欧洲公司的首次拜访是在1983年，目的地是挪威。那是一个我特别感兴趣的地方，在那里我可以找到很多投资机会。第一次去挪威时，我找到两家公司，它们分别是：挪威数据有限公司（Norsk Date），一家中型电脑制造商；以及诺捷公司（Norgas），一家工业天然气公司，并兼营制药业（制药部门生产一种特殊的造影剂，将其注射到体内，造影剂就会让X光和扫描影像变得更加清晰）。从那之后，两家公司就开始了两个非常不同的旅程。

即使对高成长股票来说，挪威数据有限公司也是一个极致。有段时间，公司的表现很好，因此被很多欧洲基金经理大规模持有。然而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不久后，公司的业务就发展成熟并开始走下坡路（因为竞争加剧）。我相信它的最终命运可能是破产清算。而诺捷公司的制药部门则发展成为奈克明制药公司，这是挪威的传奇之一，让投资者得到了数倍于原始投资的回报。在我经营特殊情况基金时，它分别是我在1981年、1984年与1985年的十大持股之一。1997年，该公司与英国的阿默舍姆公司合并。

在1983年的那次拜访中，我还顺便拜访了当地一家大型保险公司的首席投资官。当我问他当地有谁对挪威公司的研究做得最好时，他的回答是：在奥斯陆，没有人做研究。并告诉我，如果我想对挪威公司有所了解的话，应该去找位于伦敦的Grieveson Grant公司[今天的德累斯顿投资银行（Dresdner Kleinwort Benson）的一部分]。他的这个回答反映了当时在欧洲很多国家都存在的问题——那时，欧洲本土基本上没人做研究。他是一个很严肃的人，也没有什么幽默感。在随后的拜访中，我再次与他进行了会谈。他问我在拜访哪些公司。我告诉他我的拜访名单，并与他谈起了其中一个计算设备分销商。我对他说我对这家公司的管理层没什么好印象，并问他对这家公司的看法。而他则对我说他很难做出评价，因为他其实是那家公司的一名董事！很快，我就明白了，在像奥斯陆这样的小地方，你得学会保留自己的观点。

在1984年10月的第一次拜访后，我本应该买进爱立信的股票。如果当时买了它，那我现在已经赚很多钱了。我记得是拜访时办公桌上的一部电话阻止了我，它是我见过的最老旧的电话之一。我想一家领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先的电话设备制造公司怎么可以让它的员工使用如此陈旧的设备呢？或许我更应该欣赏爱立信公司降低成本的举措。

20世纪80年代，欧洲公司接待我们的方式有很大不同，有的很不友善，有的则非常欢迎，这实在是一个有趣现象。但大部分公司都非常友好，在时间安排和信息分享上都非常慷慨。对它们来说，看到外部投资者是一个很新奇的现象。当他们知道这些投资者是从英国飞过来拜访他们，并对公司的经营细节充满兴趣时，他们很愿意花费时间与我们讨论公司状况。在某些会议中，他们更愿意与外国投资者交谈，因为如果是与当地投资者或经纪人会谈，会谈内容很可能会散布到当地报纸上。有很多次，我得到了比我想象中能够得到的更多的消息。有那么一两次，公司管理层甚至认为既然我们是部分业主，就应该与我们分享财务账簿和公司预算。有时，我们会是公司的首位拜访者。1989年8月去马德里拜访西班牙烟草专卖公司的情况就是这样。

而有些管理层则不理解我们为何要登门拜访。有一次，我们去德国拜访一家小型地产公司。到达后，公司的常务董事说他只有半个小时的交谈时间，而且他实在无法理解为何我们想要与他会面。在20分钟的交谈后，他的态度发生了180度转变，因为他发现我们知道公司很多信息，并且还想了解得更多。最后，我们交谈了两个半小时，他很高兴地向我们介绍了公司的房地产项目（介绍得非常详细）。会谈结束时，办公室的地板上铺满了地图和建筑图纸。

拜访时，一旦我们向对方解释清楚为何而来，并让他们明白我们已经了解公司很多信息，那对方就很乐意与我们交谈，这已经成为通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例。但是也有例外。那是1988年5月，我第一次也是最后一次拜访丹麦的AP穆勒公司——该国最大的工业集团，被一个家族持有，但这个家族有极强的保密倾向。经伦敦一位经纪人的牵线，我与该公司的财务总监会面了。他问我："你来向我出售什么东西呢？"我告诉他说："什么也没有，我们是潜在的投资者，我来这里是想了解贵公司的更多情况。"对此，他的回答是："很抱歉，我们的政策是不跟投资者会谈。"因此，我改变了策略，与他愉快地谈了半个小时。我们谈了丹麦和世界投资现状。有一两次，我试图把话题转向AP穆勒的经营活动，但都被他岔开。这次访问因此被取消，但我们两个却留下了很好的印象，为未来的进一步深交奠定了基础。1992年，他跳槽成为另一家公司——丹麦东亚公司的总裁。之后我们与他进行了数次会谈，很详细地讨论了新公司状况，并培养起了良好的双边关系。

那一年，在拜访公司过程中我们还遇到了另外一个挫折，那就是会谈议题被对方岔开。1985年3月，我们拜访了一家意大利食品公司，比起谈论自己公司的业务状况，他们更希望我们去品尝该公司生产的冰淇淋。而对另一家德国抵押贷款银行来说，它们虽派出了自己的证券部负责人，但想做的却是投资我们的证券业务，而不是让我们去了解它们的业务状况。

在葡萄牙的股市刚对外国投资者开放不久，我们就访问了那里。当时是在1986年12月，非常幸运的一件事。这次访问的最后一站是该国的股票交易所，只有一间起居室的大小，每天提供一两次股票价格。幸运的是，我发现了一家名为索纳伊的小型集团公司，经营着超市和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他产业。我们是它的第一批外国投资者，该公司的股价随后上涨了10倍。

在1987年6月（股市大崩盘的前几个月），我们访问了赫尔辛基的两家芬兰集团公司。其中一个是阿米尔，其经营活动包括汽车销售、烟草与纸张生产和工程机械等。它还有一个小的附属公司，负责制造曲棍球棍。在接管威尔逊集团后不久，它又新增了高尔夫球、网球业务以及与阿托米克同样的滑雪业务，至此，它成为一家体育用品公司，销售所有的体育产品。

此行，我们还拜访了另外一家集团公司，它生产很多产品，比如纸、电视机、轮胎，甚至还包括长筒靴。我被其中一个分支部门所吸引，它的名字叫莫比拉。当时正处于扩张期，每年的销售增速高达50%。而在接下来的几年中，该集团陷入一个糟糕境地，在短期内更换了很多CEO，很多人的任期还不到一年，最后一位甚至不幸自杀。1992年年初，公司的财务总监被提升为CEO。1993年3月，他访问了我们位于伦敦的办事处。这是我有史以来参加的最有趣、最激动人心的会议，并在之后买了这家公司很多股票。该CEO的名字叫约玛·奥利拉，而这家公司就是诺基亚。会谈中，他告诉我们：除了移动电话子公司——莫比拉外，公司的所有分支部门都将被卖掉。有趣的是，他在1989年告诉我们莫比拉部门正在亏钱，而且还不确定这种状态会在何时结束。可是到1993年，情况完全改变了，他说公司在美国的销售“惊人”，而且他对此非常乐观。由于当时的分支部门盈利还未公布，因此，在会谈中，我们意识到可能是移动电话业务的盈利被其他部门

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的亏损掩盖了，这种情况当时并没有被大家所了解。至于其他的，就像大家所说，都已经成为历史。

1992年5月，我和同事科林·斯通访问了芬兰的一家IT公司，当时它的名字是TT Tieto，一家计算机服务公司，在芬兰拥有行业主导地位。它很擅长接管企业和公共事业单位的IT部门，并更有效地经营它们。在谈话结束后，我们几乎同时对彼此说"这是一个全垒打"（这个词常被彼得·林奇使用，他用该词来形容那些价格可以翻10倍的股票）。最后我们一致认为，如果公司在别的市场交易，那它的报价将会高很多，因为基础设施业务的内在经常性收入可以保证一个较高的估值，而且这个公司的会计处理方式非常保守——选用了非常高的折旧水平，并持有很高的现金余额。此外，公司CEO认为利润率可以从20世纪80年代的4%增长到10%。会后，我们将该公司的股权增持到15%（我们可以持有的最大量），而且我们的预测得到了证实。

也有很多拜访让我决定不再对目标公司进行投资，或者促使我卖出以避免灾难。其中一次是1990年4月对德国钢铁公司的拜访。我与财务总监进行了一次早餐会，其间他喝了很多酒（一种当地生产的泡酒）。对此，我感到很奇怪，所以就没有投资该公司。后来，我听说该公司陷入了困境。另一个例子是KHD，一家德国机械公司。我曾和一名英国股票经纪人一起造访该公司，但到了那里，他们却告诉我们他们的政策有变动，并决定不再接见可能的投资者了。经纪人感到非常尴尬，我当时也很不高兴，因为我一直认为这可能是一个很有趣的投资项目。不过幸运的是，我们因此避免了灾难，几年后这家公司就走

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

向了破产。

我经历的最戏剧性的拜访可能是1988年去巴塞罗那那次，当时是去拜访西班牙集团公司Torras Hostench的总裁，这是一家合资公司。当时它是我们特殊情况基金持股最多的公司之一。它的一大引人之处在于科威特投资局，它对西班牙很感兴趣并且是该公司的大股东之一（主权财富基金并不罕见，在那时就有很多）。接待中，我接触到的第一个人是一名保镖。会议进行得很不愉快，那个总裁总是时不时地从办公桌下拿起电话（电话居然藏在办公桌下）打断会谈。会谈结束后，他邀请我们共进午餐。在我们坐进汽车的同时，他的两个保镖也钻了进来。让人诧异的是，车子的目的地居然就是林荫大道的另一端，距离我们的起步位置不到50米。此后，我很快就卖掉了这家公司的股票，如果总裁需要这么多保镖，特别是当他只需要走这么一段路时，那他就不值得信赖，而且很可能掩盖了一些事实。果然，该公司后来成为西班牙最大的破产公司之一，我想这位总裁最后也会在狱中度过余生。

1994年，我拜访了最与众不同的一家公司——NZZ瑞士报业公司。从财务报表上看，它的股票以5倍的现金流来出售，而且价格也低于账面价值，这看起来很有吸引力。会谈中，我发现它的股东只有苏黎世的那些自由民主党议员。然而，我也知道有些外国人购买了NZZ的股票。所以我向公司的董事询问这些外国投资者持有公司股票的状况。他的回答相当干脆："对这些外国投资者来说，所有的权利都属于卖家。""所有的权利？"我问。"是的，所有权利"，他说，"包括表决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

权、分红、股息。”这意味着外国投资者什么都没得到。除非你移民到苏黎世，并证明你的民主信仰，否则你不可能成为其股东。每当我遇到有吸引力的股票时，我都努力将其放进我的投资组合，但这只股票显然是个例外。

在20世纪80年代到90年代初，瑞士政府颁布的一系列政策让外国投资者无法对该国公司进行投资。它只允许外国投资者购买无表决权的股票，或者给投资者一些记名股票（不能流通，或者流通受阻）。因此，很多瑞士公司对接见外国投资者没有多大兴趣。在这方面，我有一个例子。当时我们的欧洲基金持有一家名为瑞士旅游公司的股票。它在信息披露方面有诸多限制，并且只允许我们一年拜访一次（这还是在我们足够幸运时才能得到的待遇）。有一天，公司公告称它的大股东之一———一家德国零售商将把它的持股卖掉。这意味着它再也不能受到这家大股东的友好保护了。于是它的态度有了180度转变，它向我们寻求建议，并询问我们想从投资中获得什么，以及它应该如何安排与投资者之间的会议等问题。随后，该公司提供了很多财务信息，并同意在瑞士或英国会见我们（该公司在英国有一家长途旅行子公司）。信息显示，公司的很多部门都运营良好（包括英国的那家子公司），但有其他三四个部门经营亏损——这让公司的整体收益率低于行业平均水平。于是它向我们阐述了消除亏损的计划。在随后的日子里，该公司的股票表现一直都很好。

瑞士这种限制表决权的做法并不特别。这种限制不同种类股票的投票权，以及限制同类股票不同持股人投票权的做法，在欧洲大陆相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当普遍。比如，在意大利、德国还有其他国家，如果控股人向第三方出售股票，那少数股东就不一定能得到同样的出售价格。1995年，我做了一个主题为“在欧洲投资”的演讲，在演讲中，我说：“在善待股东方面，德国仍然处于欧盟的末尾。在那里，我们发现即使我们是公司的股东，公司也会拒绝与我们会见——这在如今几乎是一个特例。”这样的公司有奥托-瑞切特（Otto Reichelt），一家总部设在柏林的食品零售商；威勒罗尔&宝赫公司，一家建材制造公司；阿克塞尔施普林格，一家报业公司；以及阿尔塔纳，一家药物公司等。德国公司的另一种做法是，它只让自己的优先股在市场上交易。这些股票没有表决权，除非公司没有支付优先股股息。因此外部股东不会对公司造成任何影响（我想这正是公司管理层想要达到的目的，他们会觉得更加安全）。荷兰则有另一套公司管理模式，与德国有所不同。董事会由监事会选出，而监事会则由董事会选出，这就形成了一个封闭循环，让可怜的股东们无法对公司产生影响，以至于即使一家公司持有另一家公司绝大多数股票，它也无法控制该公司。而且，公司在“未预警收购”方面享有三重保护，这让它们可以避免不被它们接受的收购。我曾就这个问题询问一家管理欠佳的荷兰公司董事会成员。“为什么是三重保护？”我问，“很显然，一重或两重保护就足够了。”而他则说：“既然法律允许我们用三重，那我们就用三重。”当我提到有些公司用四重保护时，他则说四重保护是不合理的！自那以后，德国、瑞士和荷兰已经有所进步，尽管今天在善待股东方面垫底的是那些地中海国家（在这方面，它们远远落后于其他欧洲国家）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

位于蒙特卡罗的SBM集团和位于卢森堡的阿斯特拉公司是我拜访过程中，遇到的两家更特别的公司。SBM集团拥有蒙特卡罗市的很多旅馆、娱乐场所以及商店，甚至还拥有一段公路。摩纳哥王子持有它很多股份。然而在很长一段时间内，该公司都没有得到投资者的追捧，股价一直很低。对于没什么投资者拜访这家公司的情况，我很吃惊，因为蒙特卡罗市毕竟不是我们去过的最差的地方！

阿斯特拉公司拥有很多卫星广播电视节目，在欧洲有很多卫星电台，包括天空电视台（SKY）。我永远不会忘记通往他们办公室的那条小道，车子行驶在连绵起伏无边无际的绿色乡村中。在发现无路可走时，你会突然看到高耸在大树顶端的太空圆盘，那是他们的接收机，用来接收来自高空的卫星发射信号。让我记忆深刻的是早些年和该公司财务总监的谈话。当时他告诉我，每次发射卫星时他都很害怕。我问为什么？他说因为保险费用太昂贵，所以就没有给卫星发射投保（投了保险后，发射失败就可以由保险公司买单），因此就存在真实的风险。如果发射失败（有1/6的概率），那数百万法郎在几分钟内就会化为乌有。

有趣的是，在那些年，有时分析师甚至可以发现公司的基本数据有错误，比如流通股的数量。1988年11月，我们拜访了总部位于卢森堡的阿尔贝德钢铁公司。这家公司的财务总监非常友好，乐于向我们提供数据，并全面详细地解答了我们的所有问题。通过这次详谈，我们发现分析师过高估计了稀释股份的数量，因为该公司回购了部分可转换流通股。另一个例子则是一家比利时钢铁集团，我们原以为它只

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有另一家公司30%的股份，但实际上却持有50%（通过其子公司持有了另外20%）。在考虑到这些调整后，我们买进了这家公司的股票，将其添加到我们的持股中。当时这家公司的市价仅为其合并收益的4倍，1.5倍的合并现金流或账面价值的50%。

当时，我们在欧洲商业电视公司上的投资也有不菲收获。这主要得益于我们可以将发达市场的电视投资经验（英国）照搬到欧洲市场，当时欧洲的商业电台正处于初创阶段。在这类投资上，我们选了很多不错的公司，比如法国的TF1电台，西班牙的Antena电台，以及德国、荷兰、意大利和挪威那些持有电视公司股份的公司。不同国家的产业发展速度有所不同，所以那些在先进国家拥有此类经验的人就可以在那些相对不发达的地区脱颖而出。因此，我们就碰到了一个很好的表现机会。1996年4月，我去赫尔辛基拜访了MTV公司，它是芬兰当时唯一一家商业电视公司。与其他大多数欧洲市场一样，国有电台在这个国家占主导地位，但它们的经营目的并不是赚钱，因此，成为第一家商业电台通常是一个很好的商业机会。尽管它的股份还未上市，但已经被芬兰其他公司广泛持有。这些芬兰公司之间也在相互交易这些股份。我不记得当时这只股票的确切价格，但它的市盈率只有4～5倍。我们问别人如何才能买进这只股票，他们告诉我要成为这家公司的新股东需要得到公司董事会的批准。幸运的是，该公司的董事会主席不是别人正是约玛·奥利拉——诺基亚公司的CEO。那时我们已经相当熟悉。回到伦敦后，我就给他打电话，说我对那家公司很感兴趣。他说他将很高兴地批准富达基金作为该公司股东。最后，这家电台被当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地一家报业集团收购，这给了我们另外一个惊喜。

1994年6月拜访的一家公司给我留下了深刻印象。这是一家总部位于巴黎市郊的公司——吉尔贝公司，为分销商提供历史记录查询的小机构。在我们进入公司的接待室时，我们看到了一个显示公司股价的大黑板。这在美国当时是相当普遍的做法，偶尔也能在英国见到，然而，却是我第一次在欧洲看到。这给我留下了很深的印象，它表示公司非常关注股价——这也是我在拜访后决定买进的原因之一。

在20世纪90年代末，欧洲公司开始频繁地到伦敦会见投资者，所以我们的大部分会议都在市内办公室进行。这样一来，我们就能更有效地利用时间，毕竟在办公室里会见公司高管比到其公司总部会见更加方便和省事。当然，在某些时候，这种做法就不怎么好玩儿了。

对英国公司的首次拜访，是在20世纪70年代，当时我在凯塞·厄尔曼银行做我的第一份工作。那次拜访的是一家位于威尔士的小公司，名叫EC Cases。它制造锅碗瓢盆等家用金属制品。与管理层会面后，我们应邀参观工厂，在工厂里我们发现了堆在大楼一端的一大堆箱子。当我们问这是什么时，他们说这是被退回的家用厨具（熬汤用的）。这些厨具存在一个明显的设计缺陷，而且把手的绝缘效果很差，当把锅放在炉子上时，把手的温度和锅体一样高！一回到公司，我们就将这家公司的股份全部卖掉了。

我在笔记本上记录的第一次会议则是1987年6月24日对英国一家公司的拜访，这家公司就是商用汽车制造商ERF。不久以后（7月），我与摩西船坞公司的主席有一次会谈，该公司在利物浦拥有一些码头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这成了我最好的投资之一。它是一只复苏型股票，有着很强的资产负债表，拥有大量的商业地产。在我们持有特殊情况基金期间，这只股票的股价上涨了10倍。

我拜访的另一家企业是Paterson Zochonis（现在称为PZ Cussons），它也很不寻常。现在它位于曼彻斯特，但最开始则是一家在尼日利亚经营的贸易公司。后来，它将经营中心转向制造业和尼日利亚的一些工厂，并在泰国、印度尼西亚、肯尼亚、希腊和波兰建立工厂，生产洗涤剂、化妆品、肥皂和食用油。同时，它还拥有Cussons公司，以及一个大的投资组合（包括股票、债券和银行存款）。这家公司共有两类股票，一类有表决权，另一类则没有。65%的有表决权股票被一个家族所持有。作为一个家族控股企业，这家公司并没有与投资者进行很多会谈。但在1994年5月，该公司的官方经纪人安排我在曼彻斯特与公司的财务总监会面。这次会晤进行得很顺利，我对该公司有了更多的了解。但当时我没有购买其股票，因为我对其尼日利亚的业务前景感到担心。三年后，那个财务总监和公司主席来伦敦拜访我们，这次我购买了不少股份。这些股票的价格一直都很低，特别是把资产负债表上的现金和证券投资考虑在内时。之后不久，他们的利润得到了提高，同时得益于新兴市场对其股票的追捧，其股票表现非常出色，价格也得到了纠正。

制药公司通常被认为是安全的投资目标，因为它们与经济周期绝缘，不受经济衰退的影响。但在1988年5月拜访葛兰素的过程中，我却很吃惊。会谈中，一个董事认为制药公司是“非常危险的”（他也许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是我见过的最真诚的董事之一）。他认为，当时的10大畅销药与若干年前有很大不同。尽管由于甲胺呋硫（这在当时是世界上最畅销的处方药）的出现，公司看起来一片大好。但他不认为公司能生产出10年后最畅销的药物，即使公司刚在史蒂文森的一个研究中心投资了5亿英镑的研发费用。20年来的观察似乎证实了他的这番话。

在结束这部分讨论时，我想谈谈我在20世纪90年代的两个最大的投资失误。其中一个公司，尽管负债过度，但还是存活了下来，并被证明是一个出色的投资。现在进入了富时100指数（FTSE）。

20世纪80年代，我到阿齐尔·纳迪尔（Azil Nadir）的第一家上市公司Wearwell访问，访问地点是它位于商业路附近的办公室。之后，Wearwell购买了一家名为波利佩克的壳公司。也正是在这段时期，我开始买入其股票。在1987年、1988年和1989年，它都是我的10大持股。最初，该公司的业务中心是出口和为塞浦路斯北部的水果提供包装。但后来它选择了多样化经营，涉及很多产业，比如在土耳其经营电子产品和酒店，以及经营全球粮食和航运业务。最终成为富时100指数（FTSE）的成分股。1990年9月股份暂停交易前，就有一些预警信息，比如与同行相比利润率明显过高，以及越来越多的债务余额。在这一年里，管理层试图进行管理层收购（MBO），但未能取得成功。1990年我们到它位于伯克利广场的办公室拜访时，办公室里全是古董地毯和橱柜。我们一边喝着橙汁，一边谈论公司业务。公司总裁阿齐尔·纳迪尔看上去富有教养、举止优雅且值得信赖。然而，该集团的财务状况日趋紧张，业务利润率也存在问题，随后公司被严重舞弊调查局

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调查。

这一时期的另一个错误是投资了一家名为帕克菲尔德的集团。这家集团是通过并购产生的，在铸造、汽车铝轮毂、录像带发行及电影所有权上拥有权益。其首席执行官叫罗杰·菲尔波。我第一次看中该公司是通过一位英格兰中部地区的经纪人的介绍，帕克菲尔德当时组织了一场与机构投资者的午餐会，这位经纪人与他们一起张罗。正是在这场午餐会上，我认识了罗杰·菲尔波。随后，我们与该公司进行了很多次成功会见，为我们提供了很多关于子公司的信息。1988年9月的会议后，我开始购买其股票，确切的时间是在1989年2月。到1990年年初，它已经成为我的十大持股之一，然而当时已经出现该公司财务危机的报告。因此，我认为有必要通过一次深入的会谈来调查此事。我们拜访了他们位于萨里郡黑斯尔米尔的总部。自20世纪80年代初，我就在那儿附近居住，每天乘火车往返于黑斯尔米尔与伦敦。这家公司是我拜访的唯一一个位于黑斯尔米尔的公司。具有讽刺意味的是，这家公司本可以被接管。我当时的助手是一位非常有能力的女分析师（刚从波士顿办公室调往伦敦）。在那里，我们交谈了数个小时，与财务总监的谈话让我们对公司财务状况感到安心。而且总部的气氛平常如初，所以我们回到伦敦，并认定那些报告是假的。我实在无法相信就在几个月内，公司股票就被停止交易，并变得一文不值。在音像传送业务上投入大量营运资金是造成这一局面的主要原因之一。

这件事还有一个后续插曲：几年后，我们想在该地区换换房子，就让房地产经纪商给我们寻找一个大一点的短期居住房屋。当我问房

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地产经纪商这家房屋的卖主是谁时，我很震惊。

“房屋的主人是谁？”我问。

“菲尔波先生。”他回答道，然后他又说：“为什么你会认识他呢？”

波利佩克和帕克菲尔德都有不佳的资产负债表。一开始也许并不是这样，但最后却肯定如此。然而，我们在分析时并没有发现这一点。正是这种经验和投资组合中其他一些破产公司，如芒利（Mountleigh）公司、杜克斯（Doctus）公司、Babcock Prebon公司和Merlin Properties公司，让我发誓从此以后对资产负债表脆弱的公司一定要睁大双眼。同时，我们也必须有更好的方法来识别那些资产负债表变糟的公司。

让我意识到资产负债表重要性的第三个案例则是WPP集团。当时，我会见了公司的财务总监马丁·索罗，他当时在盛世长城广告公司任职。1985年，该集团买了一个壳公司——电线与塑料制品公司，并用这个壳公司在广告和媒体领域进行收购。这种收购业务通常用部分“额外并购价格”来进行（根据收购标的历史盈利记录，来决定收购价格有多大部分可在以后支付）。它的收购案包括在1987年以5.66亿美元收购的沃尔特·汤普森集团，以及1989年以8.64亿美元收购的奥美集团。对后者的收购，主要是通过债务融资，由于交易期限太长，所以导致了后来的问题。20世纪80年代后期，我曾数次持有其股票，与该公司的第一次会谈则是在1988年3月。90年代初的经济衰退影响了该公司业务，很多公司削减了它们在媒体上的支出。这一点在1991年年底尤为明显，当时该集团有4.5亿美元债务（而且在季度性高峰这个数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

字还会不时涨至5亿美元以上）。

1992年5月，一些知名银行家来拜访我们和其他大股东，他们提议改变公司管理层，并为其业务投入约1亿英镑的股本。当时，虽然我持有WPP一些股票，但它不是我的较大持股（我期待它进行某种再融资，这样我就可以扩大持股）。我对这个提议很感兴趣，但该公司内在财务的不稳定性和主要业务位于美国的事实，使得我要求富达位于波士顿的投资部门（擅长再融资审查的部门）对这个计划进行审查。在审查这些建议和详细的新管理层名单后，他们认为维持现状是最佳选择。此后不久，WPP带着新的重组计划找到我们，该计划准备通过增加股本（以可转换优先股的形式），以及将银行债务转变为股票的方法来改变现状。我们认为它的转换条款对银行来说过于慷慨，并试图让其修订条款（直到当天下午我们仍在劝说）。但不幸的是，我们未能取得成功，只能勉强接受该协议。

在财务危机解决后，WPP集团成为伟大的复苏股候选人。我在1991～1997年一直持有该股票，且它在1993年、1994年和1995年是我的十大持股之一。在索罗的英明领导下，它的长期表现非常好。股票在1998年进入英国富时100指数。马丁·索罗现在是富时100指数成分公司中任职时间最长的CEO之一。大多数CEO在再融资时（像20世纪90年代WPP这种再融资），都无法保全自己的职位，但他是一个例外。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第19章
Chapter19

我最好和最差的一些投资

我想我做出的最明智的决定可能是在泡沫完全破裂前将其抛售



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有在我管理特别情况基金的最后8年才有详细的业绩归因数字。下面我将讨论在此期间，我经手的一些最好的和最差的投资，以及在此之前一些帮了我大忙和让我备感尴尬的股票。这些在本章末的表19-1中有所总结。

2000～2007年，我投资组合中表现最好的股票分别是：Autonomy软件公司、毅联汇业（ICAP）、加拉赫集团（Gallaher Group）、凯恩能源公司（Cairn Energy）、MMO2、阿姆林（Amlin）保险公司、鲍佛贝蒂铁路有限公司（Balfour Beatty）、乔伟建筑（George Wimpey）、英国天然气集团（BG Group）和西夫韦（Safeway）。而表现最糟糕的10只股票则是：博天堂赌博公司（Sportingbet）、兰克集团（Rank Group）、独立电视公司（ITV）、GCAP传媒、SMG、第一食品公司（Premier Food）、I 软件公司、库克森集团（Cookson Group）、SSL公司和British-Borneo油气。

更有讽刺意味的是，过去7年中我投资组合里表现最好的居然是Autonomy软件公司——数字新媒体（TMT）泡沫的领头羊。当时，我问管理富达成长基金的同事科林·斯通：如果想购买新兴行业的股票，我应选择哪一只？他向我推荐了Autonomy，这也是他的重要投资之一。回过头来想，我想我做出的最明智的决定可能是在泡沫完全破裂前将其抛售。

表现第二好的则是ICAP。在20世纪80年代初，它就开始从事货币经纪业务，并在90年代成为Exco公司、Mills&Allen公司及一家小型经纪公司的股东。在迈克尔·斯宾塞的单独运作下，Exco于1998年10月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完成了一项反向收购，之后，它更是收购了整个母公司。随后不久，它又与另一家名为Garban的经纪公司合并，新成立的公司更名为毅联汇业（Intercapital）。Garban公司最初是Mills&Allen公司的子公司［但Mills&Allen公司在一次兼并之后更名为联合商业传媒（United Business Media）］。1998年11月，为了将精力集中于传媒业务，联合商业传媒将它的经纪业务剥离，并将它们（经纪业务）的股票分给股东。这些股票的初始价格都很低，但我们持有其大量股份，截至2001年它还是我的最大持股。后来它的名字变成了ICAP，并成为最先受益于电子交易便利的经纪商（在此之前，证券经纪业务是通过电话完成的）。我们的投资决策是正确的，这已经被它不断拓展的经纪业务范围所证实。2006年，ICAP进入富时100指数，成为成分股。

烟草业在最近10年来已经大幅回暖，随着美国烟草诉讼案的减少、业务利润的增长（特别是来自新兴市场的）以及被收购的巨大可能性，投资者又被引入这个行业。加拉赫一直以来都是我最钟爱的烟草公司，因为其拥有绝佳的地理位置和成为收购目标的独特魅力。我第一次购买它的股票是在20世纪90年代末。它在2006年12月被日本烟草收购，但在此之前我就已经将其卖出。如今，市场对这个行业的估值比其他行业高出许多，远非当初我买入加拉赫时遇到的低价，而且当年的低价维持了相当长一段时间。现在，随着禁烟游说者的不断增加，以及他们对这个行业施加的实质影响，即便是新兴市场的投资者也有足够的理由对其进行重新估值，并将它们放回到价值较低的一类股票中。

在20世纪90年代中期，我在凯恩能源公司上面做了一次漂亮投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时这家公司正在很多国家进行勘探，包括孟加拉国。勘探区域发现了大量油气资源。在1997年股价处于高位时，我将其卖出，这非常幸运。然而情况对凯恩能源公司来说就不那么幸运了，它的有些勘探并没有达到预期目标，这导致了股价下跌。在2000年公司股价处于低位时，我又继续买进其股票。在我编写表19-1的数据时，该公司向我们提供了大量资料，态度非常友好。图19-1反映了富达从1994年2月到2003年10月对该公司股票的持股情况。

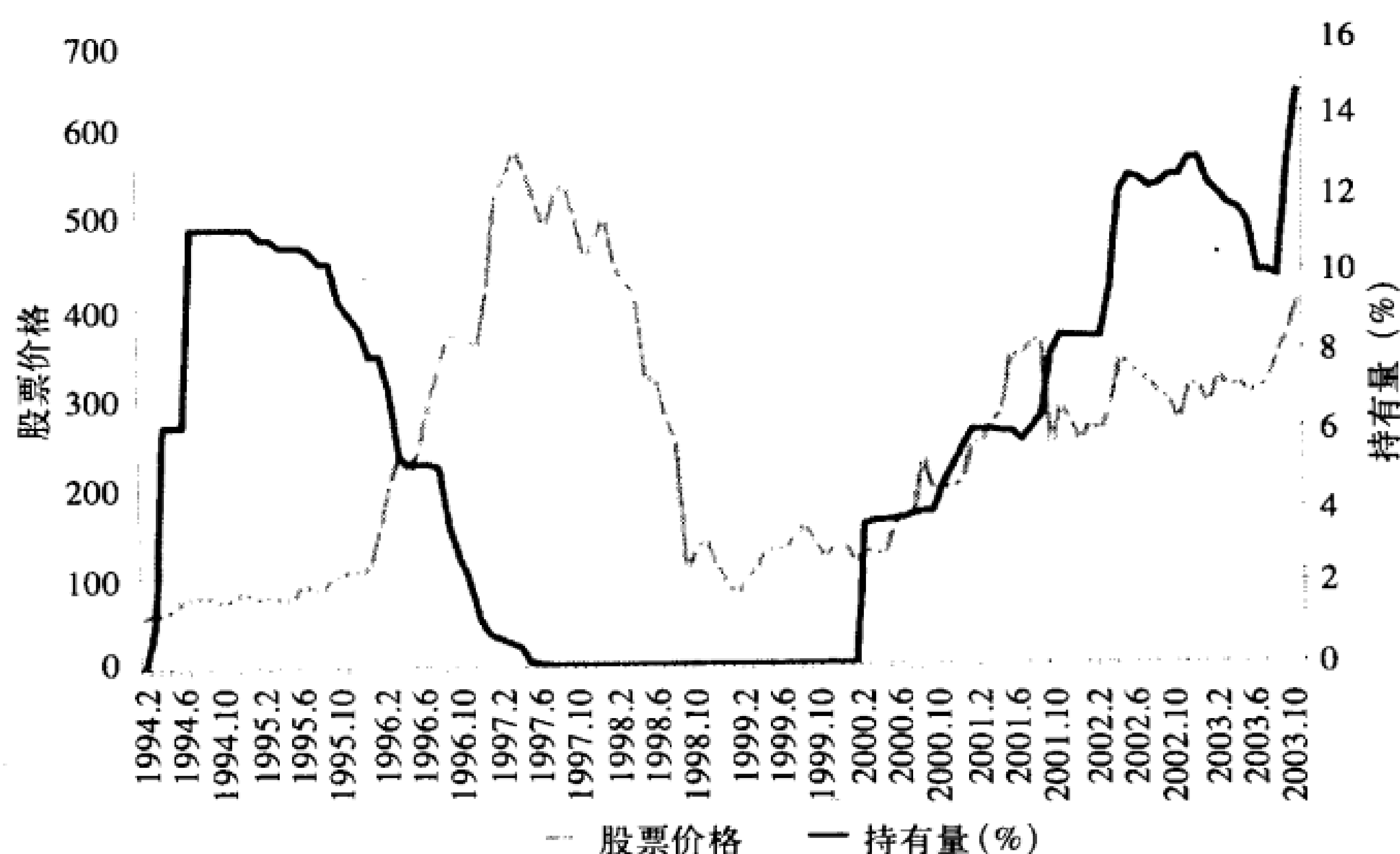


图19-1 富达公司对凯恩能源公司的股票持有量

我对公司的管理层非常满意，评价很高。CEO在合理配置低风险的油井和高产出的风险资产方面成果显著。后者在那些高风险的勘探项目上投入巨资，一旦成功将给我们带来丰厚的现金流，并能让股东得到巨额回报。在这方面，他们在印度海边的拉基斯坦邦项目就是一个典范。2004年，他们在那里购买了壳牌石油公司在当地50%的权益，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而购买价格只有700万英镑（这将是石油巨头做出的最糟糕的交易之一）。此后，他们在那儿发现了大量油田。今天，当地的石油资产价值已高达30亿英镑。在此背景下，凯恩能源公司进入富时100指数，并在印度股票市场发行了少量股票（为其在印度设立的子公司发行股票）。CEO告诉我，公司的原始股东得到了100倍的投资回报——几乎没有哪家公司可以做到这一点。

在有关收购兼并的章节中，我曾将MMO2公司作为范例——它一直都有可能被一家大通信公司收购（就像其CEO在首次会谈中告诉我们的那样）。同时，它也是公司分立的典范（这类公司都很有吸引力）。在2001年11月，MMO2从英国电信公司分离出来，随后英国电信公司的股东都得到了MMO2的股票。但是，由于MMO2是家小公司，很多英国电信公司的股东都决定将其出售，而不是选择将其作为一个小的持股项目。初期的抛售给我们提供了很好的机会，价格非常诱人。很多公司最初只是某个大公司的部门，从大公司分离出去以后它们就单独成为一个实体。在MMO2公司中，管理层渴望独立经营，并持有公司大量股票。我记得公司CEO曾告诉我们，它们会通过提高利润率及增加收入来大幅提高公司的财务状况。

事实上，我投资的移动电话公司在早期对基金的贡献也很大。我们持有这个公司（当时叫Cellnet）的小部分股票。在英国电信公司1999年收购这家公司前，它被两家上市公司——保安服务公司（Security Services）和Securicor公司所持有。我对这两家公司的股票很感兴趣，因为我深信它们持有的Cellnet股份并没有反映出其实际价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值。这两家公司的股份在1990年、1993年、1994年、1995年和1996年是富达特殊情况基金的最大持股，而且是我们基金业绩的主要贡献者。再没有哪家公司能够在我们的持股组合中存在这么长时间。在英国电信公司将其收购的日子里，我们又从这只股票上赚了很多钱。但我相信英国电信公司后来将其出售是一个战略性失误（尽管债务压力让它没有太多选择）。

阿姆林保险公司是劳合社最成功的保险公司之一。在20世纪90年代晚期很多公司争相向劳合社投资时，我对其产生了浓厚兴趣。最初，它们的投资目标是公司的分支机构，但随着时间发展，它们开始对这些分支机构的母公司进行投资，并与这些母公司组建合资子公司。这种现象导致的结果就是：现在劳合社的主要融资机构都是外来的公司或合伙组建的子公司，而非以往的个人投资者（以前，这些个人投资者提供了劳合社的所有融资资金）。但我得承认，在劳合社的投资波荡起伏。在我早期（1995年）购买的这些公司中，很难从外部判断哪些是好公司。而且，我持有的这些股票中有些走势很低迷，例如高华集团、硅谷银行和考克斯保险公司。不仅如此，如果有天灾出现，例如2001年美国遭受的袭击和2005年的飓风，股票的短期表现将会很差，而且其中有些还需要再融资（即使这些灾难通常预示着未来保险业的盈利前景将更好）。我在投资这行做得越久，对保险业的商业模式就越不看重，尤其是那些只向劳合社披露信息的公司。同时，我认为劳合社也需要改变它的运作方式（把资本集中在财团上，以及给不同股票不同投票权的做法）。近来，资金流动变得越来越通畅，当保险业状况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

良好时，新资本很快就会注入这个市场。1997年9月，我与查尔斯·菲利普斯碰面的时候，他还是安格斯坦保险公司的财务总监。不久后，他就成为阿姆林保险公司的CEO，并带领这家公司成为保险业（劳合社）的领军企业，还在百慕大开设了业务。保险公司总是倾向于低估未来的预期损失，但阿姆林保险公司却是一个反例——它在这方面一直非常谨慎，并成为保险业的成功规范。因此，公司股票的长期表现相当优异。

在这七年里，我最差的投资是博天堂赌博公司。对博天堂和派对博彩公司倒闭的报道已有很多。当时，美国网络博彩的合法性有很大争议，所以在投资时，我就明白这家公司有很高的诉讼风险。尽管如此，在倒闭之前，我还和很多法律专家讨论过这个问题，当时他们都觉得这是不可能发生的事。但是，不幸的事情还是在美国发生了。众议院通过了法案，禁止人们用其他账单来支付网络赌博的赌资。对我们的法律顾问会错得如此离谱，我很困惑，但股票是有风险的，在买入之前每个人都需要有足够的心理准备——情况可能会变得更糟。然而，我相信网络赌博在美国终会合法化。到那个时候，美国本土的博彩公司将会赢得这个市场的大部分份额，因为它们的英国竞争者已经被扫地出门了。

兰克集团在娱乐行业涉足太广（太过分散化），一直以来都被我认为是经营不善的典范。但是，在英国近年解除博彩管制后，我发现它是最大的受益者。它不仅经营宾果游戏，还拥有英国最大的赌场。不过我的反应太慢了，在很长时间内都没有发现政府在博彩管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制政策上的转变。同时，公司的宾果赌场受禁烟令的影响也比我们最初想象的要大得多。此外，持有该股票的另外一个原因是该公司的新任CEO——伊恩·伯克，他给我留下了非常深刻的印象。同时，这家公司还是一个很有潜力的收购目标。

长期以来，我都是英国广播事业的忠实“粉丝”。1986～1999年（这一年，数字新媒体产业的兴起把股价抬得很高），我们基金一直持有很多电视公司的股票。1991～1999年，我还持有首都电台的股票。长期来看，这些股票的表现都很优秀。近十几年，这一产业受到技术变革的冲击，竞争也日趋激烈。但在我看来，它们的产业地位仍很有价值（当然，如果经营得当的话）。不过近年来，我对一些媒体公司期望太高，比如独立电视台、GCAP以及SMG公司。SMG拥有苏格兰电视台，在2008年之前还是维珍电视台的所有者。它的资产负债表不算很好，在管理上也有不良记录。对此，我总是问自己：是否在富达国际参与改变被投资公司的管理层时（也就是我被称为“沉默杀手”的时候），我与独立电台的关系太过密切？也许是的。然而，尽管如此，在2006年天空电视台提出购买独立电台时，我还是选择出售自己在独立电台上的持股。那年（2004年和2005年的低迷之后），它是我投资组合里表现最好的股票之一。但在我之后从天空电视台买回先前的股票时（大约是之前卖出的一半），它的表现却相当糟糕（这是在2007年）。现在，传媒产业竞争者众多，分布也很广泛，但我依然相信：能带来最多听众的频道依然会受到广告商的青睐。不过，它多年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



来一直经营不善。它的电视节目本可以做得更好——对这一点，没有人会提出质疑。我想，只要管理得当（我们并没有参与聘用迈克尔·格拉德先生），它会做得更好。如果能改变或解除与格拉德先生的合约续签权利的话，那就更好了。

在我最近的投资中，选择GCAP是一个失误，也是最让我失望的。我对电台很有信心，即使在一个网络时代，电台的听众人数也没有减少（在这一点上，电视就无法与之媲美了）。然而，公司CEO凯特·哈斯利特并没有将其作为一个上市公司来管理，对此，我深表遗憾。我本来还认为她有扭转糟糕财务困境的方法和能力，现在看来，这是一个明显的失误。

2006年12月英国第一食品公司兼并了RHM以后，它的负债率一直很高。对这家公司2004年创建以来的管理表现，我印象深刻，并且，我认为食品价格的上涨对公司盈利有正面帮助。2007年，一位和我相交多年的股票经纪人建议我将其卖出，理由是这家公司的负债率太高了。现在，我真希望当时听从了这位好心人的建议，那样，我就不会违反自己在资产负债表上的建议了（之前，我曾提到，应该卖出那些资产负债情况糟糕的公司）。

在I 软件公司上的故事最初也很吸引人，这是一家很小的英国软件公司。但在与行业巨头的竞争中，它居然胜出了，并拿到了英国甚至是全世界最大的IT合约的一部分。它有一个出类拔萃的CEO（很有口才），并采用了激进的会计方法（在激增的软件收入支持下）。得益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于这两者，公司股票在初期表现很好，而且我还预测它可能会被一家大软件公司收购。后来，它的资产负债情况持续恶化，软件开发也步步推迟。最终的结果是它不得不将自己出售——售价只占最初股价的很小比例。

在过去七年里，除了这些让我伤心的股票外，还有另外一些股票影响了我的投资业绩——矿业公司的股票，比如说斯特拉塔公司、澳大利亚的必和必拓集团和英美资源集团。在这些股票上，我的持股不足。因为我对资源类股票有偏见，认为它们的业绩跟产品价格紧密相连，价格高，则公司业绩好，反之亦然。与同业相比，我们在预测商品价格上没有任何优势。所以我选择投资那些通过我们的全面分析能给我带来比较优势的公司。而且，我还受到一些评论家的影响，比如比尔·米勒就认为：从长期而言，所有商品的价格都会降到其成本价附近——比现在的价格要低得多。不过，物价已经上涨了很长时间，在有通货膨胀征兆的国家也是如此。至于物价为什么会上涨，我不认为是商品需求增加。事实上，西方国家的需求已经下滑，它们的发展速度正在放慢。不过在东方，中国为准备2008年的奥运会而储蓄物资倒是增加了商品需求。商品需求主要来自于基础设施消费，而非消费品消费。我相信，基础建设投资对信贷紧缩的敏感程度会更高。相比较而言，我对另一种商品更感兴趣——白金，并持有了英国罗荷集团(Lonrho)、英帕拉汽车公司以及阿奎里厄斯铂业公司的股票。现在，这几家供应商主导了白金供应，对市场造成了一定影响——从其他商品上也可以看到这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在大英地产上的投资表现很好，并与它们的管理层交谈过数次。最近与我交谈的是斯蒂芬·赫斯特，一位很有能力的CEO。在我的主要持股名单上，大英地产是唯一一个在早期和晚期都上榜的公司。早在1981年，它就成为我的一大持股，而在24年之后（也就是2005年），它仍是我的主要持股。近年来，我在英国物业公司的投资都很好（直到英国房地产投资信托基金成立之前）。不过，从买卖的角度来看，过程比结果更好。在2006年年末时，我大幅降低了持股比例。但在2007年年底，我又开始重新建立仓位（在大英地产上），之后不久我就放弃了。随后，股价开始大幅下跌。此时，我想：这是不是一个很好的入市切入点呢，还是再等等？对这个问题的答案，我很感兴趣。

最后，我想介绍另外两个成功案例——渣打银行和ED&F集团（ED&F Man）。

渣打银行是我2004年、2005年、2006年及2007年大部分时间里的十大持股。它之所以吸引我，是因为它对新兴市场的投资（特别是在亚洲的投资），以及它优秀的管理团队。当时我对它的看法是：从长期来说，它会被一家更大的银行收购（得益于其独特的资产组合）；从短期来说，它则会受益于亚洲、非洲高速增长的公司（而这些公司在英国上市）。

在1995年ED&F集团首次公开募股发行之后，我就购买了其股票。在1997年、1998年和1999年，它都是我的主要持股。成立之初，它的主要业务是货物贸易、采购和加工以及规模不大的金融业务。公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股价也很低。但随着时间的推移，管理层改变了业务组合，截至2000年，它已经卖掉了大部分的贸易业务，并大幅扩展其金融业务——买入了经营对冲基金的投资管理公司，并开始经营自己的对冲基金和其他基金。在这些基金中，有一只特别成功的数量化交易基金——AHL。现在，ED&F集团已经成为全球非传统投资领域的领军人。这种转变带来的是市场对其价值的重估。因此，在几年前，它就成为英国富时100指数的成分股。早期，我的投资是正确的，但我卖得太早了！其中一个原因是我担心AHL业绩不可持续，现在来看，是我过虑了。

表19-1 各股票对净收益的贡献

年度	最佳	最差
2000	Autonomy软件公司 Celltech生物技术公司 里德国际 西夫韦 庄信万丰 埃利斯&埃弗拉德 加拉赫集团 爱尔兰银行 温布利 冰岛集团	Merant公司 British-Borneo油气 依诺德餐饮公司 康派尔公司 丰业控股 阿尔伯特·费雪集团 Allied Leisure公司 库克森集团
2001	毅联汇业 伦敦证券交易所 阿卡迪亚 英之杰公司 鲍佛贝蒂铁路有限公司 西夫韦 乔伟建筑 德比尔斯 加拉赫集团 Carillion公司	Railtrack铁路公司 卡尔顿传播公司 冰岛集团 傲华尔集团 依诺德餐饮公司 海名斯公司 4 Imprint集团 硅谷银行 英国航空 莱尔德集团

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年度	最佳	最差
2002	里昂信贷集团 和谐黄金矿业公司 加拉赫集团 阿姆林保险公司 安特普莱斯石油公司 MMO2 爱尔兰银行 索克国际 乔伟建筑 Kiln公司	英国能源公司 大东电报局 SSL公司 第一食品集团 Bulmer HP公司 Cadiz公司 R&SA公司 卡尔顿传播公司 Oxford Glycosciences 库克森集团
2003	大东电报局 大食品集团 WS阿特金斯公司 英国有线电视 卡尔顿传播公司 威廉-希尔公司 MMO2 玛思凯公司 塞莫菲尔德公司 美体小铺	高华保险 索克国际 塔洛石油 Kiln公司 考克斯保险公司 惠灵顿保险 管理咨询公司 比利兹集团 德纳罗公司 Tenon公司
2004	凯恩能源 MMO2 Celltech生物技术公司 伦敦交易所 卡尔顿传播公司 卡里加里第一石油 Pendragon公司 爱尔兰联合银行 奥克拉食品集团 英国地产证券公司	独立电视公司 兰克集团 蛋白质科技 英国天然气集团 大食品集团 阿奎里厄斯铂业公司 R&SA公司 路透社 先令公司 英国有线电视
2005	凯恩能源 英国天然气集团 挪威国家石油 阿姆林保险公司 英国能源公司 瑞士罗氏集团 渣打银行 C&C集团 铁行渣华船务 索克国际	GCAP传媒 独立电视公司 威廉-希尔公司 马可尼公司 伦敦交易所 英国有线电视 Provident Financial公司 SMG公司 Minerva集团 亚洲能源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

年 度	最 佳	最 差
2006	独立电视公司	博天堂赌博公司
	Microfocus公司	I软件公司
	大英地产	兰克集团
	Mecom公司	GCAP传媒
	Expro国际公司	天空电台
	先令公司	里德–爱思唯尔集团
	英国天然气集团	高地黄金矿业公司
	阿姆林保险公司	888控股公司
	捷利康医药公司	SMG公司
	英国能源	亚洲能源
2007	拜耳公司	第一食品集团
	英国天然气集团	兰克集团
	法国电力	GCAP传媒
	诺基亚	Premier Farnell集团
	路透社	SMG公司
	桑斯博里英国零售公司	英国石油
	里德–爱思唯尔集团	大英地产
	Xansa公司	强生集团
	挪威国家石油	Erinaceous集团
	沃达丰	独立电视公司
2000~2007	Autonomy软件公司	博天堂赌博公司
	毅联汇业	兰克集团
	加拉赫集团	独立电视公司
	凯恩能源	GCAP传媒
	MMO2	SMG公司
	阿姆林保险公司	第一食品集团
	鲍佛贝蒂铁路有限公司	I软件公司
	乔伟建筑	库克森集团
	英国天然气集团	SSL公司
	西夫韦	British-Borneo油气

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第20章

Chapter20

投资行业的变化

在投资行业里，两个最显著的变化是计算机的应用和可得信息的增多



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1971年，我进入伦敦金融城。那时的伦敦金融城和现在相比有很大不同。20世纪70年代时，在这里工作的员工工作时间都很短（至少和现在相比是这样）。他们甚至可以在漫长的午餐时间中喝酒。那时，你认识什么样的人和你掌握的知识一样重要，也就是说，很多人是靠关系而非个人本领获得这份工作。当时，大家关心的是你的着装是否合体，比如，鞋子是否系有鞋带，衬衫领口是否硬挺以及不可拆分。如果你不是交易所的成员却私自进入，如果查到的话，你将会被当众扒去裤子，这种惩戒最初是用来惩罚女性员工的。20世纪70年代初，我的一个股票经纪人朋友曾偷偷将我带入，不过幸运的是我并未被查出。我于1971年开始我的第一份工作——在凯塞·厄尔曼银行当职员。在最初几个星期，我的工作就是像信差一样在金融城内转悠。在公司看来，这是让我尽快了解金融城内各主要建筑物的最佳做法（不过在我看来，这并没有起到什么作用，因为在我工作期间，金融城内的很多机构都变更了经营场所）。

作为培训的一部分，我还在货币市场部待了一段时间。那时，各银行的代表在相互拜访时，仍要戴着大礼帽。每个星期，我们都会到英格兰银行参加其举办的国库券（3个月到期的国债）招标活动。有一次，我跑步到英格兰银行递送标书，而当时其他银行的董事正在考虑该以何价格竞标。时间紧迫，所以一进入银行，我就在通往标书接收窗口的通道上奔跑（因为我必须在中午截止时间前将标书送到）。突然间，有个人向我叫道："年轻人，不要在英格兰银行内奔跑！"拦住我的这个人是银行的一个信差，穿着粉红色的礼服。更麻烦的是，当我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到达那个接收窗口时，里面的工作人员居然拒绝接收我的标书，因为我的标书不合格——没有按照《投标指南》上的说明来折叠，他们接受的标书必须严格按照这个规定折叠。回到办公室后，同事们都因为我投标失败而很不高兴。不过，这种投标方式在很久之前就已废除了，就像股票交易厅淡出股票市场一样。现在，所有的程序都用电子化方式进行。毫无疑问，电子化的效率更高。但遗憾的是，这没有一点人情味。

在投资行业里，两个最显著的变化是计算机的应用和可得信息的增多。在我刚开始工作时，行业通用的计算器大约有A4纸那么大，而且还需要连在电路主线上。20世纪80年代，个人计算机面世。当时，我的一位同事要求公司给他配备一台个人计算机，但老板对此感到很难理解，他不知道我这个同事要个人计算机干什么。在电子数据表出现之前，人们是无法想象我们现在这个时代的——在现在这个时代中，即使目标公司离我们很远，我们也可以很方便地拿到它们的利润表和资产负债表，并用计算机计算。同样，所有的财务比率，如市盈率、收益率和投资回报率都可以用计算机算出。在原来的条件下，计算贴现现金流模型是一件很复杂的事情。不过现在遇到的问题是：虽然程序处理能力不断增强，但是要处理的信息量也在同步增长。与过去相比，企业现在发布的信息更多，也更有规律，且更详细。同样，经纪人发布的报告也增长了许多倍（与此对应的是，在欧洲进行调研的经纪人也成倍增加）。在从事投资管理工作的初期，我的工作就是收集别人无法得到的信息，并解释它们。而现今，情况正好相反。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在20世纪八九十年代，我们的竞争优势在于我们拥有一个比竞争对手更先进的信息收集系统。当时，我曾到很多公司驻地拜访。离开后，我总会想，对刚拜访的这家公司，我得到的信息肯定会比其他没有拜访的竞争者要多。那时，公司发布的官方报告很少（尤其是欧洲的公司）——数据稀少，且经常延误，发布语言还不是英语。

因此，能得到更多信息是一个巨大的竞争优势，在当时没有什么经纪人帮助投资管理公司进行调研的情况下更是如此。信息优势可以让一个公司轻而易举地击败竞争对手。20世纪80年代初，欧洲大陆还没有什么本土经纪人进行调研（德国和法国除外）。

在我大学毕业进入城市公司的时候，投资管理还不是一种很盛行的职业。当时，和我一样进入伦敦金融城的人大都选择公司理财——这种职业在当时被称为“城内职业”。投资管理在当时还鲜为人知（在开始这份工作前，我对投资管理的了解也一样稀少）。在那些设有投资部门的银行，投资管理只是你在日后从事某些重要工作前的一种历练（比如经营一家银行）。当时，投资管理的主要工作是管理一些私人账户和机构账户，比如保险公司或养老基金。听起来，你会觉得不可思议。但当时这份工作确实如此，绩效评估也处于初期，有时银行甚至对此不予关注。它们曾认为：不管员工的投资管理工作绩效如何，只要他们能选股，且能处理股票买卖事宜，这就是一项很有价值的本领。在人们眼中，进入市场就是进入股市。20世纪70年代，指数基金在英国还是新生事物，不被人们熟知。这时，一家小经纪公司——罗一拉德，发行了第一只指数基金（这代表其认同有效市场假说）。在这方面，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它走在了时代前列。现在，“指数投资是投资组合的核心”这个观念已经被投资管理行业认同，特别是在大型基金里。

那时，投资管理公司本身并不进行研究，他们依赖的就是经纪人的研究报告和推荐股（通常只是一些建议，或暗示其他投资者正在做什么——当时还没有强调交易的机密性）。偶尔，他们会在一些集体午餐会上拜访一下被投资公司的管理层。当欧洲公司的管理层第一次到伦敦时，他们（投资管理公司的高管）坐在桌子的一边，而对方则坐在另一边。在一杯咖啡的时间里，他们会问两三个问题，进行一个短暂的交谈。经纪人的研究会传递到所有客户手中，规矩也不像今天这么严格（坦白来讲，那时候其实没有任何规矩可言）——无法保证所有人在同一时间内得到经纪人的研究，并保证有充足的机会跑在最前面。

通常来说，那时除了一些商业银行外，其他企业都没有交易专柜或交易部，所以每个基金经理都需要亲自参与股票买卖。每天，他们都需要耗费大部分时间在电话中与股票经纪人交谈、讨论趋势、发出订单以及接受执行报告。那时，买股票后，你可以不着急结算，等上一两天视交易的走向分配股票的归属。我想大家都听过这样一些事情——银行把成功的交易划入自己的账户，有时甚至是银行雇员的账户，而把那些不成功的交易划到客户账户名下。幸运的是，很久之前这种事情就被禁止了。

那时，也没有路透社或彭博社这样的即时咨询。我看到的第一个此类系统，是伦敦交易所的报价体系。当然，最初它只有很基本的信息，比如股价和新闻。而且也不能分析数据或得到其他信息。每一项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票交易都需要经过手工检查，董事和基金经理需要为每一份合约签字以确保正确性。早期在富达投资时，我也要这么做（最后，为了更快更迅速地签署，我使用了印章）。

投资公司的固定收益部门和股票部门之间并没有什么联系。记得和一家竞争对手的固定收益部门负责人会面时，我几乎以为是在和另外一个职业的人会面——我们彼此间的工作差别居然如此之大。同时，我们也发现自己对世界其他地方发生的事情及股票如何被估价知之甚少。美国、远东、欧洲和英国的股市彼此之间互相独立，也没有什么关联。作为英国的投资专家，我对持股公司在其他地区的业务了解很少，即使持股公司彼此之间还存在竞争。

那时，也没有什么对冲基金。私募股权倒是存在，但你很少能碰见——私募股权的交易量小，交易机会也很少。由于它们追求的是短期利润，市场竞争因此而加剧。在量化基金的推动下，越来越多的资金加入到追逐短期趋势的行列中。那些原本是长期缓和的趋势因此而变得更加动荡（上升和下跌都是如此）。从某方面来讲，市场是变得更有效了——当然是指对近期事件的反应。不过，我相信，对冲基金、趋势投资以及量化基金的增长形成了这样一种趋势，这种趋势会导致周期性的定价失误，让投资者能有更多机会从长期来思考。

另一个大的改变是定价模型。早年，我们关注的仅仅是市盈率和投资回报率，偶尔涉及股权回报率。而“公司盈利要超过资金成本”这一概念的出现是一大进步。很多公司忙碌了多年，投资者也把钱投给它们，但它们却没有为股东创造任何价值。这一进步带来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的结果是：目前大部分英国富时100指数成分公司的资本回报率都永久性地提高了。

公司现在对股东负责多了。早年，很多公司并不关心股东的观点和担心，尤其是管理层对近期股票价格不感兴趣时（有时候，资本利得税让一些家族企业想要更低的股票价格）。有些公司不愿意与股东会面，也不愿意对他们的观点做出回应。我认为，股东对公司渐深的涉入及有表决权的股份提高了董事会的地位。我相信，今天大部分的英国公司，不论是经营方式还是为股东创造价值方面，都比以前更好。因此股价也应该更高（尤其是像现在这样，很少有股票没有为其股东创造价值）。与前几十年相比，它们要引人得多。

虽然在这个过程中有所失误，也遭受了一些损失，但公司在很多方面都有所提高，并形成了一个更加专业化的精英管理制度。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第21章



Chapter21

对未来投资管理业的看法

我希望监管人员在制定更严格的规范时，不要弃水泼婴



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，我想谈一下大家感兴趣的五个话题：印花税、私募股权、对冲基金、行动主义以及监管规范。

印花税已经变成很多投资者的选择性税金。大部分对冲基金、海外投资者以及越来越多的私人投资者都在通过多种方式（不购买实际股票）规避印花税，例如价差合约以及在股票价格变动上下注。另一方面，大多数的国内养老基金、保险公司和投资信托公司却在缴纳印花税。因此，传统机构受到了不公平的对待，而它们管理着英国公众储蓄的大部分。除非税法改变，否则我相信会有更多企业通过各种方式避税，但我不会因此责备它们。这项税收要么应该废除，以避免双重标准；要么应该创造一个公平的环境，以避免英国本土金融机构因此而受累。

虽然目前经济处于低迷期，但私募股权在金融市场上还是保持着强劲势头。随着时间的推移，私募股权基金也会越来越大，像前面提到的一样，随着基金规模的扩大，它们做的交易也变得越大，但是交易越大，合适的候选收购企业也就越少。而有可能买到大公司的地方就是股市。当目前的信贷危机过去之后，这些公转私的交易仍会占有重要地位。虽然这对被收购企业的股东有好处，但从长期来看对整个市场则未必如此，因为它会导致投资范围缩小——导致某些产业的消亡和拥有独特投资特性的公司流失。不可能有足够规模的IPO新股去填补这个缺口。

更让我担忧的是上市公司人才的流失（到私有股份公司）——很多优秀的CEO和财务总监将为了更高的报酬而离开上市公司（指在主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

板市场、二板市场和三板市场上市并公开交易报价的公司，与非公开报价公司对应，后者进一步分为公众有限公司和私有有限公司）。要阻止这种势头，需要两种情况帮助。首先，要提高英国上市公司的负债率（目前的公司平均负债是税息折旧及摊销前利润的1.2倍。当消除过度杠杆化，信贷恢复正常后，这个比率可以更高一点）。如果这种情况出现，那么私募股权基金购买上市公司的可能性就会小很多（他们一般会买进那些负债率比较低的公司，在买进之后则夸大融资增大企业的财务杠杆）。其次，要提高上市公司CEO的薪酬。我知道这和很多上市公司的公司治理政策相悖，但如果薪酬是基于企业的成功，并符合商业上的公平，那我反对给企业高管的薪酬设限（把他们的薪酬限制在某个绝对水平上）。如果薪酬机制能够将股东回报和管理层合理地联系在一起，那我对这项制度是举双手赞同的。

私募股权的某些持有人想把自己的股权变现，当他们不愿承担过高的财务杠杆时更是如此。但是他们苦于没有这样一个市场，如果能有市场给他们提供这么一个机会，那我是欢迎的。交易后，其他投资者仍会留在公司中。但前述的公开交易会让后者从中受益——获得更高的潜在回报。我相信机构投资者对这个提议感兴趣。然而迄今为止，这种交易模式应用得还很少。

我个人并不反对对冲基金，我遇到的一些优秀管理人也从事对冲基金的管理工作。2+20的费用（2%的年费外加20%的盈利）相当丰厚，但吸引了一些不怎么样的基金经理进入这个行业。过去几年里，对冲基金的领地从富有的个人投资者和家族机构（根据英国历史和传统情

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

况来看，我们基本没有此类机构）转向了主流机构投资，现在则更是向普通投资者延伸。这种客户基础的转变导致更多资金流入了对冲基金。在投资行业，一旦资金大量流入某一领域，该领域的利润就会下降。资金蜂拥而至，对冲基金也竞相成立，于是很多不具有此项管理能力的基金经理仓促上阵。故而，我相信这些基金的利润会下降，也会有更多的基金业绩失常，特别是当未来无法获得过去的杠杆倍数时。那些新进入的投资者会对结果感到失望。此次信贷危机使得经纪人数量减少，也导致融资成本上升，对冲基金的投资者会从这两者中受益。

对冲基金在投资上非常自由，既可以做长线也可以做短线。此外还可以得到很高的报酬，因此，资金管理人和分析师对此都充满向往。不过，投资并不像看起来那么简单——很多新的对冲基金都以失败告终（据估计，2007年共有110家基金公司成立，其中55家都倒闭了）。我建议那些基金管理人在进入对冲基金这个领域前好好读读巴顿·比格斯（Barton Biggs）在《对冲基金风云录》中对这个行业的精彩描述。如果如我所说，行业平均利润真的下降了，那淘汰率将会上升，未来几年里将会有相当多的基金倒闭。

由于对冲基金的投资期限不定，既可能是长期，也可能是短期。所以在相当长的时间里，我都很疑惑为什么公司管理层还会和对冲基金经理面对面会谈。数年前，一个热心肠的CEO告诉我一个秘密："多数情况下，与对冲基金经理举行的会谈比与长期投资的基金经理更愉快。如果我们在路演，并需要举行很多会谈，那作为管理层我们必须保证有些是非常有趣的。"很明显，他们会发现对冲基金对他们了解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得更多，也更能问出一些有见解的问题——这是会议能愉快进行的基础。而许多长期投资基金则只要求公司作报告，很少问问题。在最后，他总结道："与富达进行的会谈和与对冲基金进行的会谈一样有趣。"因为我们事前做了一些研究并问了一些很有趣的问题（我不认为他是出于礼貌这样说的）。如果他说的是正确的（我想我也没有理由怀疑这一点），那些长期投资基金是在自掘坟墓——如果公司的高管们不愿与他们会谈的话。

当对冲基金在经纪人心中的地位变得越来越重要时，我也就变得越来越担心了——担心我们交易和观点的保密性（我们几乎所有的交易都要通过经纪人）。有时，经纪人试图让富达的分析师说出我们的观点，这是经纪人不应该知道的。对冲基金会为了获得很小的信息优势而支付高额费用，所以经纪人泄密是很严重的。

我对对冲基金最后的评论是：传统的长期投资基金和对冲基金之间的差异正在逐步缩小。如今，一家投资管理公司可能同时拥有两种基金。而欧盟立法机构对集合投资可转换证券的规定，已经极大地扩展了长期投资基金的涉足领域。其中就有套期保值和短期投资（所以长期投资基金现在并不是只做长期投资）。在2006年9月得到公司董事会的投票批准后，富达特殊情况基金也能利用这项权利了。我想会有更多的单位信托基金和共同基金使用这项权利。在对比了富达特殊情况基金和对冲基金的费率之后，我想前者无疑是更好的选择（如果能被那些著名的投资管理人管理的话就更有价值了）。

我的名字总是和行动主义者的称谓联系在一起，同时我也是"深

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思熟虑的行动主义”的坚定支持者。做一个参与型股东是非常重要的，这有时也是我们的职责——特别是在你想像我们一样和公司高管进行会谈并占用对方大量时间时。当基金规模变大时，我希望能找到更多机会来配置我们的资金——更多机会意味着我们的优势会更大。当我们在一家公司持有多数股权时，行动主义给我们提供了选择。有些公司虽然表现平庸，但我们相信如果能改变某些事情，比如经营战略和管理层，那公司将会有更好的表现。英国的股东还不够活跃，比如让现在很多银行的管理层为公司糟糕的表现和股价的大幅下跌承担责任。

我对那些只持有少数股权的短期投资者却在公司经营上过度活跃这种现象也相当担忧。如果公司有多种投资者，那这些投资者对公司的发展方向就会有不同的态度。公司管理层在处理这种困境时是相当棘手的。对此，我有两个担忧：首先，如果公司只考虑短期利益，那公司几乎不可能成功运营。其次，现在似乎有一种反行动主义倾向，甚至建议在某些情况下取消股东的投票权以消除股东的影响。在我看来，这是错误的。因为它可能会削弱股东（特别是机构投资者）对公司的善意参与。作为机构投资者，我们强烈支持一股一票制。同样，德国阻止职业投资人就共同基金相互协调交流的立法提议也是我所反对的。在我们参与公司某些事项之前，我们几乎都会和其他大投资者进行会谈，看我们是否在这些问题上立场一致。

在本章末，我不得不提一下目前的金融危机以及它的长期影响。大部分人都认为在危机结束之后，市场需要重新规范。对此，我希望监管人员在制定更严格的规范时，不要弃水泼婴。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毫无疑问，这些规范会对投资管理行业产生影响；商业银行和投资银行的负债比率和资本充足率将会更严格。2004年之前，美国主要投资银行的财务杠杆都受到法律的严格约束，但之后这些约束被放松了，这是此次危机如此严重的原因之一。因此，这些规范会被再次启用。此外，一个全球性的监管体系有可能会出现。投资者的投资范围已经遍及全球，因此，区域或单个国家的监管人员也应该一起行动，而不是相互竞争，或是等对方采取行动后才参与。在大部分时间里，英国的监管人员总是躲在幕后，在美国和欧洲行动了之后才采取行动。这种做法并不符合英国金融机构的最大利益，但在一定程度上反映了英国监督机构三方执政的特性（由财政部、英格兰银行和金融服务局三方共同监管）——我怀疑它是否能长期存在。另外一个国家之间制度相互矛盾的例子是雷曼兄弟的破产。在其破产后，各个地域的行政处理很不相同，导致的结果是：在某些区域雷曼兄弟的证券交易还能顺利进行，但在某些地方，比如英国，则不能交易。如果英国坚持不同的行政处理程序的话，伦敦将会被其他地方所取代，比如日内瓦（人们发现在此类地方交易比在伦敦交易更安全）。通常来讲，监管是一件好事，并能增强金融系统的稳定性以避免银行系统出现流动性危机。不过正如历史上这种情况一样，最可怕的环境往往也提供了最好的投资机会。

回顾过去的35年，我认为自己很幸运（甚至可以说是偶然）投身这样一个吸引人的行业。在这段时间里，它经历了非凡的成长。我相信，在我的投资生涯中，伦敦也是世界金融中心之一。这是一项智力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

活动，让我有机会和世界上最优秀的管理层会面并向他们请教。除此之外，我还在投资生涯中掌握了每一次商业转机，而且几乎是从它们开始的那一刻起。最后，它让我结识了一大批才华横溢而又充满情趣的同事，最重要的是，这项工作给我带来了最大的乐趣。从事投资的这段生涯中，我学到了很多，也希望能将它们通过本书传给大家。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分

Part 3

安东尼·波顿的投资经验总结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



➢公司

- 先找企业的商业特权。
- 想想十年后这家企业是否会更有价值。
- 公司能否主宰自己的命运。
- 商业模式是否易于理解。
- 业务能否产生现金流。
- 均值回归是资本主义的不变法则。
- 小心那些门房服务。
- 会谈时应谈谈其他公司。
- 如果对公司有疑问，就追踪现金流吧。

➢公司高管应具有的品质

- 最重要的是正直和坦诚。
- 如果管理层没有能力或不诚信，那就避开它。
- 管理层是否对公司的战略、运营和财务足够了解?
- 管理层的目标和利益是否和股东一致?
- 管理层的股票买卖和解释说明是否一致?
- “江山易改，本性难移”，投资那些你信任的管理层。

➢股票

- 对每只持股都要有投资理由。
- 如果持股的话就定期检查你的投资理由是否还存在。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 以买进整家公司的态度来买股。
- 忘掉你的持股价格。
- 保持思维开放，并清楚股票的利空因素。
- 持股时你应该确定自己的信心程度，而不是确定股票的目标价位。
- 错了就纠正，不可一错到底。
- 买股前应关注六个因素。
  - 公司的商业特权；
  - 管理层状况；
  - 公司财务情况；
  - 股价图的技术分析；
  - 当前股价与历史股价的比较；
  - 公司被收购的可能性。

➤情绪

- 偏见和事实一样重要。
- 成功投资是坚持主见与倾听市场的完美结合。
- 短期内，股市是一个投票器而不是一台称重机。
- 那种不顾股票内在价值多少的偏见会带来机遇或风险。

➤如何配置你的投资组合

- 股票头寸应反映你对它的信心程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 不要在绩效归因上花费太多时间。
- 目前的投资组合应尽可能与你要从零开始组建的投资组合一致。
- 不要太关注成分股的权重。
- 调整投资组合时，应该是渐进行动而不是大幅变动。
- 避免对持股带有个人感情。
- 投资是一个犯错过程，少犯错误就能成就一个成功投资人。
- 在投资理由不复存在、股票达到你的目标价位或你发现了更好的股票时，才应该出售持股。
- 如果对某只股票（持股或可能的持股）有疑问，那就把它跟你组合里的其他股票做比较。
- 要在“进攻型投资”与“防守型投资”之间保持平衡。

➢评估风险

- 我投资上最大的错误都是因为投资了那些资产负债状况糟糕的公司。
- 商业环境变差时，高负债公司会首当其冲。
- 坏消息的传播会受到阻碍。
- 如果某只股票已经上扬了数年，那就应该对其保持警惕；这样的股票即使还有很大上涨空间，也很容易在熊市里下跌。
- 避免买进那种“击鼓传花”式股票，即那种估值过高但人们仍幻想能在音乐结束前将其抛售的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

➢财务

- 应该读公司的原始报告，而不是经纪人的简短总结。
- 仔细阅读公司的财务报表附注，这些附注中往往隐藏着关键信息。

➢如何估值

- 不要只参考一个估值指标，特别是只关注市盈率。
- 买那些给你带来安全空间的股票。
- 中小型公司股票更容易被错误定价。
- 估值时，应该看看目前股价与过去20年股价的比较。
- 买那些比历史股价低的股票，你更有可能赚钱。
- 不要忘了绝对估值。
- 股市上涨时，那些保守的估值指标就被人们抛诸脑后；反之亦然。

➢收购和收购目标

- 买那些可能会被收购的公司。
- 大公司不容易被收购。
- 股东名册会告诉你潜在的收购者。
- 对那种想在短期内预测潜在收购项目的想法保持警惕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我最喜欢的股票

• 我的核心投资方法就是以低价买进复苏股。

• 投资那些不受欢迎的股票。

• 目标公司的管理层是否有一个清晰详细的复苏计划，以及你是否能据此了解他们的工作进度？

• 有时你不得不在掌握所有信息之前就买进股票。

• 我最好的一些持股在买进时都感觉很不舒服。

• 买那些能给你带来巨额收益，但下跌空间却有限的股票。

• 长期内，价值型股票会超过成长型股票。

交易技巧

• 将交易放手给那些有经验的交易员，并给他们一定的自主权。

• 我只在很小一部分交易上设置限价。

• 要知道应该在什么时候出击，以及在什么时候等待时机成熟。

• 避免在整数位上设置限价，而这正是大部分投资经理所做的。

• 要有耐心——股市会给你补杆的机会。

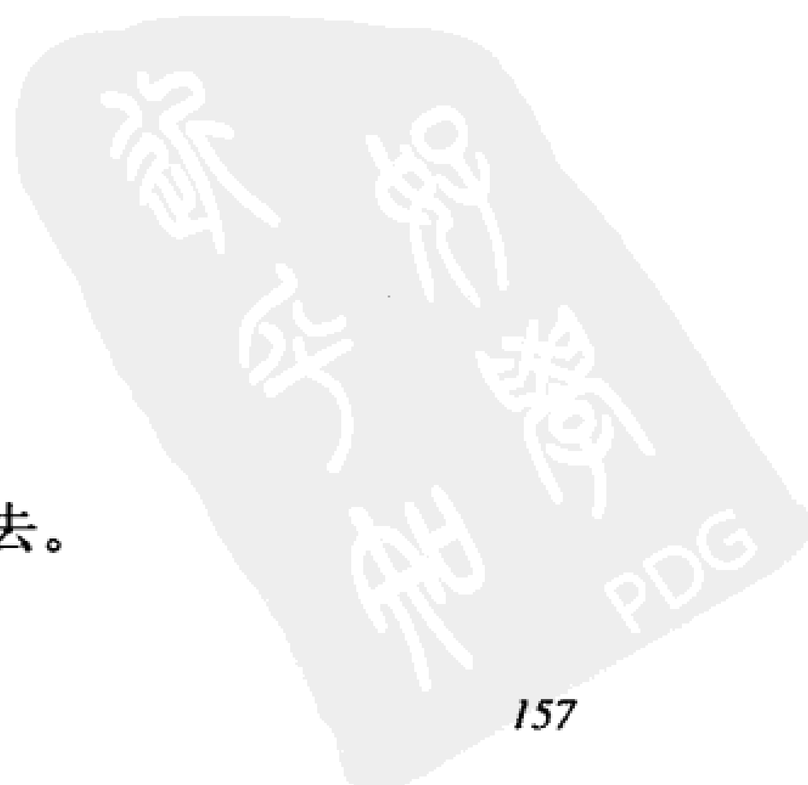
• 大宗交易是最划算的交易方式。

技术分析

• 我首先看的是股价图。

• 将技术分析作为你基本分析的核查手段。

• 找到你适用的技术分析方法，然后坚持用下去。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 技术分析对大盘股尤其适用。
- 技术分析会帮你扩大盈利和减少亏损。

市场时机

- 市场时机的把握一直都很难。
- 个人投资者应有长期眼光，不要把未来三年要花的钱投入股市。
- 股市是对未来的完美反应——不要低估这个事实。
- 不要因逆市投资而不安。
- 股市会对预期的正面消息或负面消息做出反应。
- 重要的是股价已经反映了什么，而不是经济前景会怎样。
- 牛市成熟时，你应该减持那些风险度大的股票。
- 当牛市持续了四五年时，你应该有所警惕。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

Biggs, B. (2006) *Hedghogging*, John Wiley

Brewster, D., *Memoirs of Newton*, vol. II, chapter 27

Buffett, M., and Clark, D. (2007) *The Tao of Warren Buffett*, Simon & Schuster

Buffett, W. (1983) Chairman's Letter, Berkshire Hathaway

Buffett, W. (1991) quoted in Grant, L. 'The $4-billion regular guy,' *Los Angeles Times*, 7 April, p36

Buffett, W. (1996) Chairman's Letter, Berkshire Hathaway

Buffett, W., and Jaffe, T. (1987) 'What we can learn from Phil Fisher,' *Forbes*, 19 October, p40

Churchill, W.S. (1949) *Great Contemporaries*, Odhams Press

Galbraith, J.K. (1961) *The Great Crash: 1929*, Pelican

Graham, B. (1949) *The Intelligent Investor*, Harper Collins

Graham, B. (1986) *Creating Shareholder Value: The new standard for business performance*, Collier Macmillan

Graham, B., and Dodd, D. (1934) *Security Analysis*, McGraw Hill

Grantham, G. (2006) GMO Special Topic Letter to the Investment Committee VIII, July

Kaufman, P.D. (2005) *Poor Charlie's Almanack: The wit and wisdom of Charles T. Munger*, Donning

Keynes, J.M. (1936) *General Theory of Employment, Interest and Money*, Harcourt, Brace

Kupfer, A., 'Gates on Buffett', *Fortune*, 5 February, p102

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Legg Mason Shareholder's Letter (2005) fourth quarter (www.leggmason.co.uk)

Lynch, P., and Rothchild, J. (1993) *Beating the Street*, Simon & Schuster

Miller, B. (2005) 'Investor Insight – Bill Miller,' in *Value Investor Insight*. 2005

Miller, B. (2008) Legg Mason Investment Letter, 2 October (www.leggmason.co.uk)

Rappaport, A. (2000) *Creating Shareholder Value: A guide for managers and investors*, Simon & Schuster

Summers, L.H. (2003) speech as president of Harvard University

Taleb, N.N. (2005) *Fooled by Randomness*, Random House

Templeton, J. (1995) quoted in Minard, L. 'The principle of maximum pessimism,' *Forbes*, 16 January, p67

Train, J. (1994) 'The Icarus syndrome: in the pink,' *Financial Times*, Weekend Money, 26 November, p2

Zeikel, A. (1983) 'Organizing for creativity,' *Financial Analysts Journal*, Nov–Dec, pp25–29



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你们手中的这本书凝结着世界上最杰出投资者的远见卓识。

如果能把我和安东尼·波顿放在一起，那将是对我的最大恭维。因为这种比较意味着将我归于最优秀的基金经理行列之中，对此我深感荣幸。

——彼得·林奇

文中让我最感动的是安东尼的坦诚，虽然指明的方法都是提纲挈领，但很少含含糊糊，这么具体的东西是从巴菲特那里学不到的，也是其他成功投资大师很少提及的应属秘籍一类的资料。

——网友 夕饮冰

Investing Against the Tide

这是所有投资者一直在翘首以盼的那本书。

——《金融时报》编辑

交给他1 000英镑去操作，28年后竟然成为147 000英镑。

——《每日电讯报》

客服热线：
(010) 88379210, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com



PEARSON
www.pearsonhighered.com



定价：28.00元